Gorgs, Carl
Beiträge zu einer Untersuchung des Einflusses der Efektenspekulation auf den Geld und Kapitalmark

# BEITRÄGE ZU EINER UNTERSUCHUNG DES EINFLUSSES DER EFFEKTEN-SPEKULATION AUF DEN GELD- UND KAPITALMARKT

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

GENEHMIGT

VON DER PHILOSOPHISCHEN FAKULTÄT

DER

FRIEDRICH-WILHELMS-UNIVERSITÄT
ZU BERLIN.

Von

**Carl Gorgs**
aus Guttstadt (Ostpr.)

**Tag der Promotion: 24. September 1912.**

Meinem hochverehrten Lehrer

**Herrn Prof. Dr. Rudolf Eberstadt**

in Dankbarkeit zugeeignet.

❀

# BEITRÄGE ZU EINER UNTERSUCHUNG DES EINFLUSSES DER EFFEKTEN-SPEKULATION AUF DEN GELD- UND KAPITALMARKT

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

GENEHMIGT

VON DER PHILOSOPHISCHEN FAKULTÄT

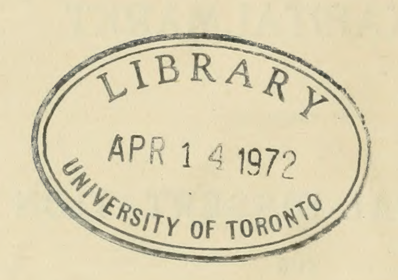
DER

FRIEDRICH-WILHELMS-UNIVERSITÄT
ZU BERLIN.

Von

**Carl Gorgs**
aus Guttstadt (Ostpr.)

Tag der Promotion: 24. September 1912.




Referenten:

1. Prof. Dr. Adolph Wagner.
2. Prof. Dr. Gustav v. Schmoller.



Braunsberg 1912.
Druck der Ermländischen Druckerei.

# Literatur.

o o

Hermann Albert: „Die geschichtliche Entwickelung des Zinsfusses in Deutschland v. 1895—1908“. Leipzig 1910.

H. Bachmann: „Die Effektenspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquête“. Zürich 1898.

Otto Bähr: „Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission“. Leipzig 1894.

Eugen v. Bergmann: „Geschichte der nationalökonomischen Krisentheorien“. Stuttgart 1895.

Georg Bernhard: „Der Verkehr in Wertpapieren“. Berlin 1901.

E. v. Böhm-Bawerk: „Kapital und Kapitalzins“. Band II 1902.

Bruno Buchwald: „Die Technik des Bankbetriebes“. Berlin 1909.

Bouniatian: „Wirtschaftskrisen und Ueberkapitalisation“. Band I. Berlin 1908.

Calwer, Rich.: „Das Wirtschaftsjahr 1906“.

„ „ „Das Wirtschaftsjahr 1907“.

Alph. Courtois fils: „Histoire des Banques en France“. Paris 1881.

Richard Ehrenberg: „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“. Berlin 1883.

Jos. Esslen: „Konjunktur und Geldmarkt“. Berlin 1909.

Robert Franz: „Die deutschen Banken im Jahre 1910“ in: „Der deutsche Oekonomist“. 1911.

Friedrich Glaser: „Die Börse“ in „Die Gesellschaft“. Band 22. Frankfurt a. M. 1908.

Gottschewski, Adolf: „Ueber die Aktienform der Unternehmung“ in Schmollers Jahrbuch 1907.

Adolf Hasenkamp: „Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika“. Jena 1907.

Paul Homburger: „Die Entwickelung des Zinsfusses in Deutschland von 1870–1903“. Frankfurt a. M. 1905.

Eugen Hülsner: „Die Börsengeschäfte in rechtlicher und wirtschaftlicher Beziehung“. Berlin 1897.

Hemptenmacher: In Reichstagsdrucksachen 1905 Nr. 835.

Otto Jeidels: „Das Verhältnis der deutschen Grossbanken zur Industrie“ in „Staats- und sozialwissenschaftliche Forschungen“ herausgegeben von Schmoller und Sering. Leipzig 1905.

Ed. Jaffé: „Die Ursachen der letzten Geldteuerung und die Bankenenquête“ in „Deutsche Wirtschaftszeitung“ 4. Jahrgang 1908.

Journal des Economistes, Band 38. Paris 1899.

Koch, Reichsbankpräsident: „Die Reichsbank und die Geldverteuerung“ in „Deutsche Revue“ 1906.

G. H. Kämmerer: „Reichsbank und Geldumlauf“ Hamburg 1898.

W. Kantorowicz: „Die wirtschaftliche Bedeutung von Lieferungs-, Börsentermin- und Spekulationsgeschäften in Waren“ in „Gewerb-

liche Einzelvorträge der Korporation der Kaufmannschaft" II. Reihe Band 22. Berlin 1908.

Knipper, Ch.: „Der Berliner Effektenhandel" 1902.

Julius Landmann: „System der Diskontpolitik". Leipzig 1900.

J. J. O. Lahn: „Der Kreislauf des Geldes". Berlin 1903 (pseudonym).

Otto Lindenberg: „50 Jahre Geschichte einer Spekulationsbank". Berlin 1903.

Joseph Neuwirth: „Bankakte und Bankstreit in Oesterreich-Ungarn (von 1862—1873) Leipzig 1873.

Joseph Neuwirth: „Die Spekulationskrisis von 1873". Leipzig 1874.

Offermann: „Das fiktive Kapital". Wien 1896.

Der Deutsche Oekonomist. Jahrgang 1905, 1906, 1907, 1908.

R. H. Inglis Palgrave: „Bank Rate and the Money Market in England, France, Germany, Holland, and Belgium 1844—1900". New York 1903.

v. Petrazycki, L.: „Aktienwesen und Spekulation". Berlin 1906.

Passow: „Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft". 1907.

Riesser: „Die deutschen Grossbanken und ihre Konzentration". Berlin 1910.

„Die Reichsbank von 1876—1900". Jubiläumsschrift. Berlin 1901.

William Scharling: „Bankpolitik". Jena 1900.

Hermann Schumacher: „Die Ursachen der Geldkrisis" in „Neue Zeit- und Streitfragen". Dresden 1907.

Joh. Friedrich Schär: „Die Bank im Dienste des Kaufmannes". Leipzig 1909.

Georg Schmidt: „Der Einfluss der Bank- und Geldverfassung auf die Diskontpolitik". Leipzig 1910.

Oskar Stillich: „Die Börse und ihre Geschäfte". Berlin 1909.

E. Struck: „Der internationale Geldmarkt" im Jahre 1885 in „Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft" 10. 1886.

E. Struck: „Studien über den englischen Geldmarkt" ebenda 10. 1886.

Herm. Schumacher: „Die Ursachen und Wirkungen der Konzentration im deutschen Bankwesen" ebenda Band 30. 1906.

Jos. Schumpeter: „Das Rentenprinzip in der Verteilungslehre" ebenda 1907.

C. Heiligenstadt: „Der deutsche Geldmarkt" ebenda 31. 1907.

N. N.: „Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden?" ebenda 1907.

Arth. Spiethoff: „Vorbemerkungen zu einer Theorie der Ueberproduktion" ebenda 1902.

Arth. Spiethoff: „Die Krisentheorie von M. v. Tugan-Baranowski und L. Pohle" ebenda 1903 S. 679 ff.

Arth. Spiethoff: „Die Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes" ebenda 1909 S. 445 ff.

Arth. Spiethoff: „Das Verhältnis von Kapital, Geld- und Güterwelt“ ebenda 1909 S. 927 ff.

Arth. Spiethoff: „Der Kapitalmangel in seinem Verhältnis zur Güterwelt“. ebenda 1909 S. 1417 ff.

Rudolf Eberstadt: „Die Spekulation, ihr Begriff und ihr Wesen:“ ebenda Band 29.

Rudolf Eberstadt: „Der deutsche Kapitalmarkt“. Leipzig 1901.

„ „ „Die gegenwärtige Krisis und ihre Ursachen und die Aufgaben der Gesetzgebung“. Berlin 1902.

Schriften des Vereins für Sozialpolitik. Leipzig 1903. Bd. 110. darin:

Karl Helfferich: „Der deutsche Geldmarkt 1895—1902“.

Felix Hecht: „Die Katastrophe der Leipziger Bank“.

Ernst Heinemann: „Buchungsmethoden in Banken“.

Ernst Loeb: „Die Berliner Grossbanken in den Jahren 1895 bis 1902 und die Krisis der Jahre 1900 und 1901“.

Adolf Weber: „Die rheinisch-westfälischen Provinzbanken und die Krisis“.

Max Wirth: „Handbuch des Bankwesens“. Cöln 1883.

E. N. Weill: „Die Solidarität der Geldmärkte“. Frankfurt 1903.

G. Wermert: „Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte“ 1904.

„ „Ueber Kursnotierungen an der Börse“ im Jahrb. für Nationalökonomie u. Statistik 1907.

Emil Wolff und F. Birkenbihl: „Praxis der Finanzierung“. Berlin 1908.

Kurt Wiedenfeld: „Die Börse vor und unter dem Börsengesetz“. Berlin 1898.

Wasserrab: „Preise und Krisen“. Stuttgart 1889.

Geschäftsberichte der Reichsbank und Bank des Berliner Kassenvereins.

Adolf Wagner in Rentzsch's Wörterbuch der Volkswirtschaft 1870 Artikel „Krisen“.

W. Lotz im Handwörterbuch der Staatswissenschaften 1909 Artikel über Diskonto und Diskontopolitik.

v. Böhm-Bawerk: Artikel „Wert“ ebenda. VII.

Zuckerkandl: Artikel „Preis“ (Theorie) ebenda. VI.

G. Schanz im Wörterbuch der Volkswirtschaft Artikel über Diskonto und Diskontopolitik.

Eugen von Philippovich: „Grundriss der politischen Oekonomie“. Tübingen, B. I. 1909; B. II. 1 1909; B. II. 2. 1907.

Gustav Schmoller: „Grundriss der allgemeinen Volkswirtschaftslehre“. Leipzig B. I. 1908, B. II. 1904.

Adolph Wagner: „Grundriss der theoretischen Sozialökonomik“. Leipzig B. I. 1907, B II. 1909.

Meine Abhandlung über: „Ursachen für die Entwickelung des Reichsbankdiskonts in der Zeit vom 1. Juli bis 1. Dezember 1909“. In Schmollers Jahrbuch Band 35. 2.

---

# Beiträge zu einer Untersuchung des Einflusses der Effektenspekulation auf den Geld- und Kapitalmarkt.

○ ○

## Inhalt.

Seite

A. **Einleitung:** Bedeutung der Spekulation im Wirtschaftsleben. Begrenzung des Themas . . . . . . . . . . . . . 9—13

B. I. **Untersuchung über Geld und Kapital sowie den Geld- und Kapitalmarkt** (in Beziehung zur Effektenspekulation) 13—17

II. **Funktion der Aktien in Beziehung zum Geld- und Kapitalmarkt** . . . . . . . . . . . . . . . . . . . 17—22

C. I. **Die Wertbewegung des Wertkapitals (Aktien) und des ihm zu Grunde liegenden Produktivkapitals** . . . . . 23—23

II. **Die Bewertung der Aktie** . . . . . . . . . . . 24—26

1. als Objekt dauernder Kapitalanlage (Dauerpreis) . . 24—25
2. als Spekulationsobjekt (jeweiliger Preis) . . . . . 25—26

III. **Die Ursachen der Kursbewegung der Aktie** . . . . . 26—40

1. aus den Zuständen des Wirtschaftslebens . . . . . 26—28
   a) in der Einzelwirtschaft . . . . . . . . . . . 26—27
   b) „ „ Volkswirtschaft . . . . . . . . . . . 27—28
   c) „ „ Weltwirtschaft . . . . . . . . . . . 28—28
2. aus dem Wesen der Aktie . . . . . . . . . . 28—30
   a) als beliebtes Kapitalanlageobjekt . . . . . . . 28—29
   b) als Träger einer unbestimmten Gewinnchance . . 29—30
3. aus dem Einfluss der organisierten Spekulation . . . 30—40
   a) auf das Wirtschaftsleben . . . . . . . . . . 30—32
   b) „ die optimistische Tendenz . . . . . . . . 32—33
   c) „ den Geld und Kapitalmarkt . . . . . . . 33—36
   d) „ die Regulierung von Angebot und Nachfrage im Effektenhandel . . . . . . . . . . . 36—37
   e) „ die Kursnotiz . . . . . . . . . . . . 37—38
4. Widerstände gegen und Verstärkungen des Einflusses der organisierten Spekulation . . . . . . . . . 38—40

IV. **Beziehungen der Effektenspekulation zum Geld- und Kapitalmarkt** . . . . . . . . . . . . . . . . . 40—69

1. Vorbemerkungen über die Art der gegenseitigen Beziehungen . . . . . . . . . . . . . . 40—42

Seite

2. die gegenseitigen Beziehungen in einem Zustande der Kurssteigerung und Hausse . . . . . . . . . . . 42—50
3. in einem Zustande des Sinkens der Kurse . . . . 50—53
4. „ „ „ der Börsenkrisis . . . . . . . . 53—54
5. „ „ „ der Depression . . . . . . . . 54—55
6. Besondere Betrachtung der Terminsspekulation . . . 56—64
7. Die Kapitalbewegung zwischen den Spekulantengruppen 65—69

V. **Die volkswirtschaftliche Bedeutung des spekulativen Kapitalbedarfs und der Kapitalverteilung** . . . . . . 69—72

1. Rückwirkung auf die Reichsbank . . . . . . . . 69—72
2. Soziale Seite der Vermögens- und Einkommenverteilung . . . . . . . . . . . . . . . . . . . 72—72

D. **Schlussfolgerungen** . . . . . . . . . . . . . . . 72—73

E. **Statistische Tabellen** . . . . . . . . . . . . . . 74—78



# Vorwort.

o o

In der nachstehenden Untersuchung sind verschiedene wichtige Fragen des wirtschaftlichen Lebens berührt worden, denen eine ausführlichere Bearbeitung hier nicht zuteil werden konnte, um die Klarheit des Gegebenen nicht zu beeinträchtigen. Es sollte hier weder eine Krisentheorie aufgestellt werden, noch war beabsichtigt, auf die Beziehungen der Effektenspekulation zum Geldwesen näher einzugehen. Zu alledem ist der Rahmen dieser Arbeit nicht geeignet, auch fehlen dazu verschiedentlich die Vorarbeiten. Die nachfolgende Arbeit behandelt nur die Einflüsse der Aktien-Spekulation auf den inländischen Geld- und Kapitalmarkt in Verbindung mit einer Untersuchung über die Kursbildung der Aktien. Bei den übrigen Fragen ist nur auf deren äussere Erscheinungsformen Bezug genommen (— zumeist ohne eine Erklärung derselben geben zu wollen —).

Einige Begriffe über die verschiedenen Arten des Kapitals, wie diese in der Arbeit verwendet worden sind, schicke ich voraus:[1])

Sozial- oder volkswirtschaftliches Kapital = Begriff der der Gesellschaft zur Verfügung stehenden Produktionsmittel (ohne Grund und Boden) einschliesslich des stoffwertvollen Geldkapitals. Privatwirtschaftliches Kapital = Verfügungsbefugnisse der Einzelwirtschaften auf den fortlaufenden oder künftigen Produktionsertrag, beruhend entweder auf Besitz selbst oder auf Besitzrechten.

Flüssiges Kapital = verfügbare Kaufkraft oder fällige Verfügungsbefugnisse über den gesellschaftlichen Produktionsertrag. Es erscheint gewöhnlich in der Form von Geld oder Kredit. „Der Besitz freien Kapitals offenbart sich herkömmlich in der Verfügungsgewalt über Geld, das den Ausdruck allgemeiner Vermögensmacht und Kaufkraft darstellt.“[2])

Das flüssige Kapital in Geld- oder Kreditform wird als Leihkapital verliehen. Sein Markt ist der Geld- und Kapitalmarkt. Kapitalmangel ist nicht Mangel an gesellschaftlichem Kapital, auch nicht an Warenkapital, auch nicht Knappheit an Geld i. e. S., sondern er ist das Fehlen frei verfügbarer Kaufkraft, die sich in Geldkapital ausdrückt.[3])

„Geldknappheit“ ist nicht Mangel an Geld i. e. S., sondern Knappheit an kurzfristigem Leihkapital.

---

[1]) Vgl. Bouniatian I. a. a. O. Vorwort.
[2]) Spiethoff in Schmollers Jahrbuch 1909 S. 447.
[3]) Vgl. Bouniatian I. a. a. O. S. 121 ff.

# Beiträge zu einer Untersuchung des Einflusses der Effektenspekulation (vornehmlich der organisierten) auf den Geld- und Kapitalmarkt.

Der preussische Staat machte im Jahre 1908 den interessanten Versuch, durch die Königliche Seehandlung beim Publikum eine innere Anleihe unterzubringen, deren Umfang nicht im voraus angegeben wurde. Es sollte jeder Anlagesuchende möglichst den vollen gezeichneten Betrag zugeteilt erhalten. Dieser Versuch schlug fehl. Es wurden nur ca. 360 Millionen M. gezeichnet und auch fest begeben, gegenüber den vielfach in die Milliarden gehenden Ueberzeichnungen bei früheren Anleihen. Es ist nicht anzunehmen, dass der Grund für diese Erscheinung der gewesen ist, dass die Menge des verfügbaren deutschen Kapitals im gleichen Verhältnis gegen früher abgenommen hätte; es lag das nur an der Ausschaltung eines sonst in derartigen Fällen zu Gunsten des Staates wirkenden Faktors, der Spekulation. Bei dem Modus, dass jeder bekommen sollte, wieviel er begehrte, waren spekulative Kaufaufträge der sogenannten Konzertzeichner[1]) so gut wie ausgeschlossen; denn an eine Kurschance nach oben war vorerst nicht zu denken, weil die Nachfrage zu Kapitalanlagezwecken ja für längere Zeit befriedigt worden war bezw. werden sollte. So hat denn der Misserfolg bewirkt, dass es bei dem einmaligen Versuch geblieben ist, und der Staat sich fortab zur Besorgung der eigenen Geschäfte wieder der von seinen Gesetzgebern so oft bekämpften Spekulation bedient.

Es ist ein berechtigter Zug des menschlichen Wesens, ein Kennzeichen einer wirtschaftlich gesunden Nation, bei einmal errungenen Fortschritten nicht stehen zu bleiben, sondern in ehrgeizigem Wetteifer mit dem persönlichen und nationalen Konkurrenten die Oberhand zu erstreben. Aber gerade in dieser Triebfeder des Fortschrittes liegt auch der tiefste Grund zu Uebertreibungen und notwendigen Rückschlägen. Es ist nur ein scheinbarer Widerspruch, dass der Rückschlag dem weiteren Fortschritt dienlich ist; denn er offenbart die Fehler unseres wirtschaftlichen Handelns, vernichtet das Schwache und Lebensunfähige und ebnet somit den Boden für neues Voranschreiten auf gesunder Grundlage. Leider ist es dabei unvermeidlich, dass das Morsche in seinem Sturz auch Gesundes, Solides und Kräftiges mitreisst und so für viele unverschuldete Not herbeiführt. Diesen letzten Missstand auf dem Gebiete des wirtschaftlichen Lebens auf das geringste Mass einzuschränken, ist mit eine Aufgabe und Ziel der Volkswirtschaftspolitik, sowie aller jener Untersuchungen, die sich mit den Krankheitserscheinungen des wirtschaftlichen Lebens überhaupt beschäftigen.

Wir bezeichnen diese Krankheitserscheinungen des Wirtschaftslebens allgemein mit dem Sammelnamen „Wirtschafts-Krisis“ oder, je

[1]) Spekulanten, die nur zeichnen, um die Effekten so schnell wie möglich, wenn auch nur mit geringem Nutzen, wieder zu verkaufen.

nach den einzelnen Hauptmerkmalen ihrer Wirksamkeit und dem Standpunkte, von welchem aus man sie betrachtet, mit dem Spezialnamen „Handels-", „Produktions-", „Börsen-", „Kapital-", „Geldkrisis" u. dgl. Damit ist nicht gesagt, dass eine Handelskrisis nicht zugleich eine Geldkrisis sein kann. Im Gegenteil, keine der sogenannten partiellen Krisen ist auf so enge Grenzen beschränkt, wie ihr Name andeutet, keine spielt sich völlig isoliert ab; alle hängen sie aufs innigste miteinander, mit dem Gange des Wirtschaftslebens (und dessen Beurteilung) zusammen und bedingen und verursachen sich gegenseitig.[1])

Die Börsen-Spekulationskrisis trägt ihren Namen daher, weil sie zunächst und in der Hauptsache jene Gruppen von Personen in Mitleidenschaft zieht, welche am börsenmässigen Spekulationsgeschäft[2]) beteiligt sind, in geringerem Masse jene, die Börsenwerte zur Anlage erworben haben, sodann aber, weil die Börsenkrisis als Gefolgserscheinung einer übertriebenen spekulativen Preiserhöhung der Börsenwerte[3]) aufzutreten pflegt.[4])

Die Börse ist der Schauplatz, auf dem der Gang des wirtschaftlichen Lebens mit allen seinen Uebertreibungen seinen stärksten und fühlbarsten Ausdruck findet; Schmoller nannte sie einmal mit Recht das „Gehirn der Volkswirtschaft".[5]) Hier setzt sich jedes, den Gang des wirtschaftlichen Lebens in fühlbarem Masse beeinflussende Ereignis, gleichviel welcher Art — ob günstig oder ungünstig, ob bereits eingetreten oder in Zukunft zu erwarten — in eine wechselndeBewertung der an der Börse vertretenen Güter um. Diese sind somit in ihrer Gesamtheit einer beständigen Schwankung unterworfen. In den Prozess selbst greift die Spekulation ein, die aus der Wert- und Preisbewegung Gewinn zu ziehen sucht. Ueber die volkswirtschaftliche Bedeutung der

---

[1]) Nach Neuwirth „Spekulationskrisis" S. 204—220 war die englische Krisis von 1857 eine Handels- und Börsenspekulationskrisis, die englische Krisis von 1866 zunächst Börsenspekulationskrisis, an welche sich eine Handelskrisis anschloss. Dagegen war die österreichische Krisis von 1873 zunächst nur auf die Börsenklasse beschränkt. Vg Spiethoff, i. Schmoller . . . 1903 S. 702.

[2]) Als Börsengeschäfte bezeichnet man allgemein Geschäfte, welche ihrer Art nach börsenmässig behandelt werden, auch wenn sie nicht örtlich in einem Börsenlokal abgeschlossen sind.

[3]) Unter Wertspekulation ist jene geschäftliche Tätigkeit zu verstehen, welche die Gewinnmöglichkeit auf dem Gebiete der Wert- und Preisbewegung grosser gleichartiger Gütermassen, losgelöst von der wirtschaftlichen Verwendung derselben, auszunutzen sucht. (Eberstadt in Schmollers Jahrbuch 29). Die Börsenspekulation erstreckt ihre Tätigkeit auf die börsenmässig gehandelten Werte.

[4]) Spiethoff i. Schmoller . . . 1903 S 703: „Die Börsenkrisis gipfelt und hat ihren Grund in der Preisbildung; sobald hier Ueberspekulation eintritt, wird die Krisis notwendig, aber auch nur dann tritt sie ein. Der Zusammenbruch wird regelmässig mit Hilfe des Kredits hinauszuschieben gesucht, und dadurch entsteht eine Abhängigkeit vom Geldmarkt. So lange letzterer standhält, ist die schon längst dem Untergange geweihte Situation eben noch notdürftig zu halten. Der Zusammenbruch des Geldmarktes ist dann das sichere Zeichen auch für die Börsenkrisis. Es besteht hier derselbe Zusammenhang, den jede andere Krisensphäre mit den Geld- und Kreditverhältnissen hat. Jede hat ihren eigenen Ursachenmechanismus, aber für jede ist der Zusammenbruch des Kredits das Zeichen und der Anstoss zum Ausbruch."

[5]) Heute ist dieser Ausdruck infolge der Bankenkonzentration nicht mehr in dem Umfange zutreffend wie früher; die Börse sinkt immer mehr zu einem Markt der Banken unter einander herab.

Spekulation überhaupt sind die Meinungen geteilt,[1]) doch treffen sich alle darin, dass sie im Wirtschaftsleben unumgänglich notwendig ist, und dass ihr Fehlschlagen, sowie ihre Uebertreibungen der Volkswirtschaft grossen Schaden zufügen. Adolf Wagner schreibt 1870 (in Rentzsch's Wörterbuch der Volkswirtschaft, Art. „Krisen"): „Jede Spekulation à la hausse wie à la baisse gründet sich auf einen ungewöhnlichen insofern anormalen Zustand der Volkswirtschaft und dient als das wirtschaftliche Korrektiv dieser Abnormität. Nutzen und Berechtigung der Spekulation sind deshalb ganz unzweifelhaft."[2]) Ferner Neuwirth (a. a. O. Spekulationskrisis S. 319): „Als einen zwischen Angebot und Nachfrage ausgleichenden Faktor lässt die Nationalökonomie die Spekulation gelten." Derselbe Autor aber spricht ihr die Produktivität ab (Seite 322 a. a. O.): „Spekulation in Gütern ist noch nicht Produktion von Gütern. Wenn ich 100 000 Dollar borge, um Stocks dafür zu kaufen, und sie steigen in drei Monaten um ¼ ihres Anschaffungspreises, so habe ich noch nichts produziert, nichts dem Nationalwohlstand hinzugefügt . . . hätte ich z. B. Weizen gekauft und in der Hoffnung auf ein Steigen seines Preises gehalten, welche Steigerung auch später eintritt, so habe ich der Produktion nichts hinzugefügt, denn ich habe keine Arbeit getan, um seinen Wert zu erhöhen. Es ist jetzt keine grössere Quantität davon vorhanden als vorher. Das ganze Spekulationsgeschäft ist demnach zu verdammen, denn es ist unproduktiv . . . Der Spekulant ist der Feind jedes Mannes, welcher produziert, des armen ebenso wie des reichen . . . dadurch, dass er das für die Zwecke der Produktion erforderliche Geld für Zwecke der Spekulation in Anspruch nimmt . . ." Am besten kennzeichnet L. von Petrazycki[3]) die Bedeutung der Spekulation an ihren Folgen: „Die Spekulation bewirkt also eine Herabminderung eben jener Preissteigerung, auf deren Erwartung sie sich gründet; sie ist also, insofern sie eine richtige ist, und daher den betreffenden Spekulanten Vorteil bringt, auch gemeinnützig . . . Wenn der Spekulant sich dagegen irrt, . . . wird er nicht nur sich, sondern auch die Gesamtheit geschädigt haben, weil er dann durch sein Auftreten die Preis-

---

[1]) Speziell über die Wirkungen, Nutzen und Schaden des Börsentermingeschäfts boten die Ansichten der Sachverständigen bei der Börsenenquête von 1893 ein Abbild der widersprechendsten Meinungen. Vgl. v. Bähr a. a. O. S. 17 ff.

[2]) Die Ausdrücke „anormal" und „Abnormität" sind für die Höchst- und Tiefpunkte der Wert- und Preisbewegung wohl berechtigt, während die Schwankungen an sich einen normalen Vorgang im Wirtschaftsleben bilden.

[3]) Vgl. Auspitz u. Lieben a. a. O. S. 63. und L. v. P. a. a. O. S. 284. — Je nach dem Standpunkte und nach der Wahl des Augenblicks der Betrachtung kann man nachweisen, dass die Spekulation die Preise ausgleicht oder auch grössere Preisschwankungen herbeiführt. Vgl. dazu Reichstagsdrucksachen 1905 Nr. 835. In der Börsenenquête von 1893 behauptete die Mehrheit der Sachverständigen, dass dem Terminhandel . . . . . die theoretisch zu erwartende Wirkung der besseren Preisausgleichung in der Praxis zukomme; dem widersprach eine bedeutende Minderheit. (vgl. Bähr a. a. O. S. 24 ff.) und Bachmann a. a. O. erbringt für eine Anzahl gleichartiger Wertpapiere den statistischen Nachweis, dass gerade der Terminhandel zu grösseren Kursschwankungen führe als der Kassahandel. Die Ursache liegt aber nicht in der Markterweiterung an sich, sondern in der Qualität der Termingeschäfte und der Geschäftsteilnehmer.

schwankungen nicht gemildert, sondern verschärft hat.“ Demgegenüber halten andere die Spekulation für produktiv wirkend durch Verhütung übermässiger Preisschwankungen, räumlich und zeitlich bessere Verteilung der Güter, sowie durch Uebernahme des Produktionsrisikos und dadurch bessere Anpassung des Handels an die volkswirtschaftlichen Bedürfnisse.[1]) Endlich erweist der Aufsatz von Eberstadt[2]) : „Die Spekulation, ihr Begriff und ihr Wesen“ die Notwendigkeit der Spekulation.

Wie diese und viele andere Aeusserungen zeigen, wird die volkswirtschaftlich nützliche Wirkung der Spekulation nur bedingungsweise anerkannt. Je nach ihrem relativ stärkeren oder schwächeren Auftreten zeigen sich bald ihre guten oder schlechten Seiten, und spekulative Uebertreibungen haben stets zu Störungen des Wirtschaftslebens geführt. Theorien werden meist unter dem Drucke der Zeitverhältnisse geboren, weniger im Glück als im Missgeschick. Daher haben auch die wirtschaftlichen Störungen als zeitlicheBegleit- und Folgeerscheinungen von Perioden grosser Ueberspekulation zu häufigen Untersuchungen geführt. Das „post hoc ergo propter hoc“ hat dabei ebenso wie die Herausreissung aus dem Zusammenhang zu falschen Schlüssen geführt, dass nämlich bei der Verborgenheit anderer Gründe gerade diese oder jene Erscheinung der einzige und Hauptgrund der hervorgetretenen Missstände sei. Das galt z. B. zeitweise einmal von der Baisse-Spekulation oder von irgend einer gesetzlichen Massnahme (Termingesetz), überhaupt von Verallgemeinerungen augenblicklicher Zustände. Besonders in dem letzten Jahrzehnt machte sich mit immer grösserer Schärfe die Meinung geltend, dass an den Anomalien des Geld- und Kapitalmarktes die Spekulation, insbesondere die Effektenspekulation, zum grössten Teil schuldig wäre. Man darf sich nur an dieAeusserungen des früheren Reichsbankpräsidenten Koch und des jetzigen Präsidenten Havenstein erinnern, welche mit den Diskonterhöhungen häufig die Mahnungen zu verbinden pflegten, die Spekulation auf dem Effektenmarkte nicht zu übertreiben. In den Veröffentlichungen der Presse gelegentlich der Diskonterhöhungen im Jahre 1909 wurde immer wieder davon gesprochen, dass die Effektenspekulation den Geld- und Kapitalmarkt in Unordnung gebracht hätte. Diese Meinungen knüpfen sich alle an die feststehende Tatsache, dass mit dem Anschwellen der Spekulation auch ein grösserer Bedarf an Geld als Zahlungsmittel und eine Knappheit am Leihkapitalmarkt Hand in Hand zu gehen pflegt. Da nun aber die Hausseperioden der Spekulation regelmässig mit dem Aufsteigen der Konjunktur in der Volkswirtschaft und mit anderen volkswirtschaftlichen Erscheinungen (Ansteigen der Wechselkurse aufs Ausland, Veränderung in der Goldbewegung, Steigerung des wirt-

---

[1]) Vgl. W. Kantorowicz. a. a. O. S. 65/66: „Eine Grenze zwischen notwendigen Spekulationsgeschäften und reinen Spekulationsgeschäften lässt sich nicht ziehen.“ Vgl. auch v. Bergmann a. a. O. S. 230. — In der Börsenenquête von 1893 erfuhren die Begriffe „reelle“ und „berechtigte“, „unreelle“ und „unberechtigte“ Spekulation eine so labile Auslegung, dass mit dadurch die Grenzen zwischen beiden verwischt wurden.

[2]) i. Schmollers Jahrbuch 29 S. 255—304.

schaftlichen Verkehrs, Neugründungen aller Art) zusammen zu fallen pflegen, so ist es immer eine heikle Sache, dieses oder jenes einzelne Moment für die Vorgänge auf dem Geld- und Kapitalmarkt verantwortlich zu machen, da sich die Wirkungen der einzelnen Faktoren praktisch durchaus nicht fest begrenzen lassen.

Der Streit der öffentlichen Meinung und der wissenschaftlichen Untersuchung über die Effektenspekulation dreht sich in der Hauptsache darum, ob und wieweit sie im Stande ist, das Geldwesen und den Geld- und Kapitalmarkt eines Landes zu affizieren und Störungen auf diesen Gebieten hervorzurufen. Die vorliegende Arbeit stellt es sich zur Aufgabe, zu untersuchen, welche Wirkungen die Effektenspekulation auf dem Gebiete des (flüssigen) Geldkapitals hervorbringen kann. Oder in genau formulierter Frage: Ist die Effektenspekulation imstande, den Kapital- und Geldmarkt eines Landes zu beeinflussen?

Von meiner Untersuchung scheide ich die Berücksichtigung fest verzinslicher Papiere aus. Die geringe spekulative Gewinnchance bei den meisten derselben bewirkt, dass hierin die Spekulation, um einen entsprechenden Nutzen zu erzielen, nur mit grossen Beträgen operiert, dagegen der Kreis der spekulativ hierbei Beteiligten ein eng begrenzter ist. Die Wirkung auf das (flüssige) Geldkapital ist hier im Prinzip dieselbe wie bei der Spekulation in den stärker schwankenden Dividendenpapieren. Ferner sind Gebiete ausserhalb der börsenmässigen Effektenspekulation unberücksichtigt gelassen, soweit sie sich nicht zur Erklärung der hier behandelten Vorgänge besonders eignen.

---

# Untersuchung über Geld und Kapital, Geld- und Kapitalmarkt.[1]

Untersuchungen über die Gebiete des Geldes und Kapitals leiden in ihrer Klarheit vor allem darunter, dass beide Ausdrücke sowohl durcheinander, als auch mit verschiedener Begrenzung der Begriffe angewandt werden. Das gilt sowohl in der Wissenschaft wie in der Praxis, von Deutschland und auch vom Auslande. Von den zahllosen Beispielen, die sich dafür anführen liessen, seien hier einige genannt, welche zu unserem Thema Beziehung haben. Täglich lesen wir in der deutschen Presse vom „Geldmarkt“, im Economiste Francais vom „Marché des capitaux disponibles“; wir konstatieren, dass der Zins für kurzfristiges „Geld“ hoch oder niedrig ist und auf der nächsten Zeile, dass die Konjunktur auf dem Markte der Verwendung suchenden „Leihkapitalien“ so oder so stände, von „Geldflüssigkeit“ im Gegensatz zu „Kapitalknappheit“. Alle diese und derartige Ausdrücke sind für die Praxis Fachausdrücke geworden und von hier in die Wissenschaft übergegangen. In den meisten Fällen handelt es sich, wenn von „Geld“ die Rede ist, nicht um Geld i. e. S., sondern um in Geldform

---

[1]) Vgl. zu diesem Abschnitt den Aufsatz von Spiethoff in Schmollers Jahrbuch 1909. S. 445 ff.

verleihbares Kapital, während umgekehrt bei Angaben über „Geld“ das Wort Kapital kaum gebraucht wird. In der Wissenschaft führt ausser der Uebernahme der Fachausdrücke aus der Praxis besonders der verschiedene Umfang der Begriffe Geld und Kapital zu Missverständnissen und Unklarheiten. In seinem Geleitwort zu Lahn[1]) schreibt Adolf Wagner darüber (als er seinen Zweifel äussert, ob man Bankguthaben ohne weiteres zum Gelde rechnen könne, wie Münzen, Banknoten und Papiergeld): „Uebrigens stehen die jetzt gebräuchlichen Definitionen von Geld und Kapital usw. und der Umfang, welcher diesen Begriffen gegeben wird, — ja ohnehin nicht fest: Das bekannte „Kreuz“ in unserer Wissenschaft!“ In Berücksichtigung dieses auch jetzt noch bestehenden Missstandes ist es notwendig, für den einzelnen Fall die Begriffsgrenzen festzulegen. Zum Begriff des Geldes im historisch-rechtlichen Sinne gehört nur das gesetzlich anerkannte Zahlungs- und Solutionsmittel, also Münzen, Staatspapiergeld, Banknoten und Scheidemünze, soweit sie als legal tender in Zahlung genommen werden müssen. Für den Rahmen der vorliegenden Arbeit sind nur diese Zahlungsmittel zum Gelde i. e. S. gerechnet. Alle übrigen Zahlungsmittel und -Methoden zähle ich zu den Ersatzmitteln und Vertretern des Geldes i. e. S. (d. h. den Geldsurrogaten).

An der Börse spielt nicht das Geld die Hauptrolle, sondern das Kapital;[2]) durch Kauf, Verkauf und Leihgeschäft werden hier Kapitalien in verschiedenster Grösse umgesetzt, als privatwirtschaftliches Kapital ohne Rücksicht auf den volkswirtschaftlichen Kapitalcharakter.

> Es ist gleichgültig, ob A. an B. 100 000 M. Laura-Aktien verkauft, wobei B. sein ganzes verfügbares Vermögen zur Bezahlung der Aktien flüssig gemacht hat, oder ob C. an D. ein Stück Genussschein einer Aktien-Gesellschaft im Werte von nur 100 M. verkauft, — in beiden Fällen wechselt Kapital seinen Besitzer. Im Prinzip sind hierbei Kapital und Kapitalteil gleich.

Vom privatwirtschaftlichen Kapital unterscheiden wir zunächst 1) festes, stehendes oder Anlagekapital und 2) umlaufendes, flüssiges Kapital. Ein grosser Teil des ersteren ist an der Börse durch Effekten (Besitztitel, Wertakpital) vertreten. Vom flüssigen Kapital interessiert uns hier nur die in Geldform i. w. S. sofort verfügbare, verleihbare Art. Dieses Kapital kann entweder noch nach Verwendung suchen oder solche bereits (in leicht realisierbarem Zustande) gefunden haben. Jedes wirtschaftliche Unternehmen, wie eine Fabrik oder dgl., involviert neben seinemAnlagekapital auch ein zu verschiedenen Zeiten verschieden grosses umlaufendes Betriebskapital: in Waren und besonders in einem

---

[1]) Lahn a. a. O. S. V.

[2]) Journal des Economistes B. 38 p. 20 Paris 1899: „Le capital ne doit pas être confondu avec l'argent ou la monnaie; ce que le prêteur livre en realité à l'emprunteur c'est le capital dont la monnaie n'estque l'expression, et qui peut se transformer dans les objects dont l'emprunteur a besoin.“

Albert S. 3: „Kapital ist eine abstrakte Wertsumme, deren einziger Endzweck die Erzielung eines Gewinns ist . . . . Es lässt sich zur Erreichung desselben in die verschiedensten Güterformen investieren: formal und lokal.“

in Geld ausdrückbaren Barfonds, mag dieser nun in barem Gelde i. e. S., Bankguthaben oder Bankkredit u. dgl. bestehen. Dieser Fonds hat die Aufgabe, die Umsätze zu vermitteln oder als Reserve dafür in Bereitschaft zu stehen. Das Betriebskapital (in Geldform i. w. S.) wird nach Erfüllung seiner Tätigkeit wieder zu neuer beliebiger Verwendung verfügbar. Ein Beispiel: Es kauft jemand für M. 10 000 Geldkapital ein Wertpapier und verkauft es nach drei Tagen wieder, so kann er von neuem mit denselben M. 10 000 ein anderes derartiges Geschäft ausführen. Das Kapital genügt ihm zur (zeitlich getrennten) Ausführung vieler in ihrer Gesamtsumme grösseren Kapitalgeschäfte. Oder ferner: Das vom Käufer des Wertpapiers auf den Verkäufer übergegangene flüssige Geldkapital ist nach Erledigung der Besitzübertragung für den Verkäufer zu neuer Verwendung verfügbar. (Mit anderen Worten: Betriebskapital in Geldform ist im Moment nach der Ausübung seiner Funktion wieder „Verwendung suchendes Geldkapital.“)

Aus dem Fonds des flüssigen, Verwendung suchenden Kapitals ergänzt und erweitert sich auch das Anlagekapital. Das flüssige Kapital hat die Tendenz, sich in stehendes Kapital zu verwandeln. Selbst dem seinem Zwecke nach zu ständigem Umlauf bestimmten Betriebskapital (in Geldform) wohnt diese Tendenz inne, was sich z. B. darin zeigt, dass es sich stets in relativ engen Grenzen hält und besonders in aufsteigender Konjunktur frühzeitig zu knapp wird.

Je nach dem Stande der Unternehmungslust ist der Bedarf der Unternehmungen an (flüssigem) Geldkapital zu Betriebs- und Anlagezwecken bald stärker bald schwächer. Wie Heiligenstadt[1]) ausgezeichnet ausführt, ist in Zeiten eines Konjunkturaufschwunges die Neigung vorhanden, einen übergrossen Teil des flüssigen Kapitals in feste Anlage zu leiten, ohne für eine entsprechende Menge an verfügbarem Betriebskapital in Geldform zu sorgen. Die Folge davon ist, dass der sich alsbald einstellende Bedarf an Betriebskapital nicht mehr genügend (flüssiges) Geldkapital zu seiner Befriedigung vorfindet und dass sich der Leihpreis für dasselbe zu erhöhen beginnt.

---

## Kapitalmarkt und Geldmarkt.

Jederzeit ist in einem Lande flüssiges, Verwendung suchendes Kapital in Geldform (i. w. S.) vorhanden, und ebenso besteht beständig eine stärkere oder schwächere Nachfrage nach demselben. Angebot und Nachfrage richten sich sowohl auf dauernde Verwendung, zu Anlagezwecken, als auch auf kurzfristigeVerwendung, d. h. in der Hauptsache zu Betriebszwecken. Die Gesamtheit von Angebot und Nachfrage bilden die ideelle Einheit des Kapitalmarktes i. w. S. Der Praxis verdanken wir wiederum die Scheidung in Kapital- und Geldmarkt. Sie sondert aus dem Gesamtkapitalmarkt jenen Teil des Angebots und der Nachfrage aus, welcher sich auf kurzfristiges Leihkapital in Geldform

[1]) Heiligenstadt a. a. O. an verschiedenen Stellen des Aufsatzes.

erstreckt und nennt ihn „Geldmarkt". „Der Geldmarkt i. w. S. stellt die Gesamtheit des Kapitals dar, das als Leihkapital auf kürzere Fristen in bestimmten gebräuchlichen Geschäftsformen nachgefragt wird und verwertet werden soll . . . Der engere Geldmarkt umfasst den an der Börse sich abspielenden Teil, der hier in besonderen eigentümlichen Geschäftsformen erfolgt . . . Als offenen Markt pflegt man alle abseits der Zentralnotenbanken erfolgenden Vorgänge zusammenzufassen."[1])

Schon der Name „Geldmarkt" ist irreführend[2]), denn die Geschäfte, welche sich hier auf Geld als Zahlungsmittel beziehen, sind fast nur sekundärer Art. In der Hauptsache handelt es sich bei den Transaktionen des Geldmarktes um sofort verfügbares Geldkapital,[3]) und die Geldgeschäfte sind in weitem Umfange nur die Ausführungstransaktionen vorangegangener Kapitalgeschäfte. Bezeichnungen wie „tägliches Geld", „Ultimogeld" usw. meinen Leihkapital mit der angegebenen Kündigungsfrist. Mit dem Gelde i. e. S. hat dieses Kapitel nur soviel resp. so wenig zu tun, als das Geld die Form des verfügbaren Leihkapitals angibt und als Wertübertragungsmittel fungiert, wenn eine Uebertragung nicht durch Buchung oder andere Geldersatzmittel geschieht. Wie wenig der Geldmarkt von dem Gelde i. e S. als Umlaufs- und Uebertragungsmittel unter normalen Umständen abhängig zu sein braucht, geht daraus hervor, dass der Hamburger Handel anfangs des 17. Jahrhunderts mit Bancogeld (d. h. mit nicht geprägtem, sondern nur berechnetem Gelde) auskam. Dass auf „Kapital" das Hauptgewicht zu legen ist, beweisen auch die von einander in Form und Inhalt abweichenden Begriffsbestimmungen des Geldmarktes. Lahn[4]) definiert den Geldmarkt als „verleihbare, Verwendung suchende F o n d s, teilweise von Banken, teilweise von Privaten geeignet . . . . Der Form nach bestehen diese Fonds . . . zum grössten Teile aus Depositengeld, Geld in der Bank . . ."; Esslen[5]) nennt ihn kurz den „Markt für kurzfristigen Kredit". Und endlich Heiligenstadt:[6]) „Der Geldmarkt ist dasjenige Organ, dem die Aufgabe zufällt, Angebot und Nachfrage nach Geld (einerseits) und Forderungsrechten, die Vermögenswerte, Kapital repräsentieren (andererseits), zusammenzuführen."

Geld- und Kapitalmarkt sind nicht zwei praktisch von einander trennbare Märkte. Beide Ausdrücke werden in der Praxis oft durcheinander geworfen. Theoretisch lässt sich die Scheidung so durchführen, dass man unter Kapitalmarkt das Angebot und die Nachfrage nach (flüssigem) Geldkapital für dauernde Verwendungszwecke, unter „Geldmarkt" das Angebot und die Nachfrage ebenfalls nach Geld-

[1]) Spiethoff in Schmollers Jahrbuch 1909 S. 453

[2]) Derselbe ebenda S. 454: „Die in den Vordergrund gestellte Hin- und Rückgabe von Geld oder eines wirkungsvollen Surrogats hat vielleicht zu der Sonderbezeichnung Geldmarkt Veranlassung gegeben."

[3]) Vgl. Spiethoff in Schmollers Jahrbuch 1909 S. 928.

[4]) Lahn a. a. O. S. 35/36.

[5]) Esslen a. a. O. S. IV.

[6]) Heiligenstadt a. a. O. S. 74.

kapital, aber für kurzfristige Verwendungszwecke (und unter bestimmten Geschäftsformen) zusammenfasst. Sowohl das Angebot als auch die Nachfrage richtet sich in *beiden* Fällen auf Geldkapital und wird zum grössten Teile durch die Banken vermittelt. Eine bestimmte Scheidungslinie zwischen solchem Geldkapital, das *nur* langfristig und solchem, das *nur* kurzfristig verwendet werden kann und darf, gibt es in der Praxis nicht. Denn selbst von jenem Geldkapital, welches mit bestimmter kürzerer Kündigungsfrist von den Banken zurückgefordert werden kann, wird ein Teil dauernd festgelegt und zwar in einem Umfange, wie ihn die Erfahrung als ungefährlich für die Liquidität der Banken zulässt. Im Rahmen dieser Arbeit ist unter der Bezeichnung von Geld- und Kapitalmarkt als der Gesamtheit *alles* Geldkapitals die Rede.

Die Sammlung und Nutzbarmachung des in einem Lande zersplitterten, verwendungsuchenden Geldkapitals geschieht hauptsächlich durch die Vermittelung der Banken. Diese sind die „Torwächter des Kapitalmarktes“ (i. w. S.) (Spiethoff), und ihnen fliesst das Gros des verfügbaren Kapitals in Form von Geldkapital zu. Von den Dispositionen der Banken ist der Zustand des Geld- und Kapitalmarktes in hohem Masse abhängig. Sie können der Privat-Initiative der Unternehmer freien Lauf lassen oder sie gar anfeuern, was regelmässig dahin führt, dass in aufsteigender Konjunktur das flüssige Kapital übermässig stark zu fester Anlage geleitet wird, andererseits können sie es aber auch für Betriebszwecke flüssig erhalten helfen. Dass die Ausnutzung des Geldkapitals in so weitem Masse möglich und die Wirkung davon so schnell und weitverbreitet fühlbar ist, liegt daran, dass wir auf dem Gebiete des verfügbaren Geldkapitals (ebenso wie im Geldwesen) eine Art Zentralreservesystem haben, dessen Mittelpunkt die Gross-Banken bilden. Kleine Banken halten einen Teil ihres nicht in ihrer eigenen Klientel ausgeliehenen Geldkapitals bei grösseren, diese bei den Grossbanken, letztere wieder suchen für das Gros des ihnen so aus dem ganzen Lande zufliessenden flüssigen Kapitals eine passende Verwendung. Dabei lässt es sich nicht vermeiden, dass die jeweils grössere Bank nicht den vollen Teil der Reserve der kleineren auch sofort verfügbar hält. Es geschieht dieses in der für normale Zeiten zutreffenden Ansicht, dass es niemals zu plötzlicher voller Ausnutzung der Reserven kommen wird, jedoch auch mit dem Erfolge, dass die Betriebsseverven aller kleineren Banken letzten Endes nur zu einem Teil ständig verfügbar gehalten werden. Jede grössere Anforderung an die Bankreserven in verfügbarem Kapital überhaupt, z. B. bei einem Konjunkturaufstieg, muss sich im nationalen Geldmarkt deutlich fühlbar machen durch Anziehen der Leihsätze.

---

## Funktion der Aktien in Beziehung zum Geld- und Kapitalmarkt.

Die Entstehung einerAktiengesellschaft kann einmal auf dieWeise erfolgen, dass ein Unternehmen mit Hilfe eines Aktienkapitals ins Leben

gerufen wird (Fall 1), ferner dergestalt, dass ein bereits bestehendes Unternehmen durch das Aktienkapital übernommen wird (Fall 2). (Die gemischten Fälle schalte ich aus, weil sie für diese Untersuchung nichts wesentlich neues bieten können.) Im Fall 1 gibt der Kapital- und Geldmarkt gegen Ausgabe von Aktien Geldkapital her, welches von den Empfängern — der gegründeten Gesellschaft — in absehbarer Zeit zum grössten Teil oder ganz in Anlagekapital verwandelt wird, zu einem geringen Teil oder garnicht als Betriebskapital bestehen bleibt. Das vorher flüssige, verwendungsuchende Kapital wird zumeist ganz in Einkommen zersplittert und in seiner einstigen Gestalt völlig zerstört. Im Falle 2 besteht die feste Anlage bereits. Bei ihrer Schöpfung haben die Vorbesitzer ebenfalls Geldkapital in Anlagekapital verwandelt. Durch die Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft erhalten sie nun vermittels der Aktienausgabe Geldkapital zurück, welches der Kapital- und Geldmarkt als Gegenwert für bestehendes Anlagekapital hergibt. Die neuen Empfänger dagegen können das flüssige Kapital nun einer beliebigen Verwendung zuführen, es sowohl als Leihkapital dem Geldmarkte erhalten oder auch zu neuer Anlage benutzen. Es erfolgt mithin *entweder* eine Verknappung *oder* eine Verschiebung des Geldkapitals. Auf die Dauer lehrt schon die Tendenz des Kapitals, dass aus der anfänglich entstandenen Verschiebung sich stets eine Verminderung des Geldkapitals ergeben wird.[1]) Was soeben von der erstmaligen Aktienausgabe ausgeführt wurde, gilt in gleicher Weise auch für die späteren Emissionen bereits bestehender und an der Börse eingeführter Gesellschaften zum Zwecke ihrer Vergrösserung. Der Gegenwert der Aktien in (flüssigem) Geldkapital dient entweder zur Neuschaffung von Anlagen oder, was zutreffender sein wird, zur Ablösung des in der Anlage bereits investierten, vorher durch Kredit aufgebrachten Leihkapitals.

> Das ist sogar bei den Aktiengesellschaften selbst der normale Gang der Kapitalanlage. Sie bietet den Vorteil, dass das betreffende Unternehmen die Anlage langsamer durchführen kann und nur für das nach und nach durch Bankkredit angelegte Kapital Zinsen zu zahlen hat, während bei vorheriger Aktienausgabe nur geringe Guthabenzinsen von der Bank zu erhalten sind, dagegen evtl. für das erhöhte Aktienkapital entsprechende Dividenden gezahlt werden müssen, bevor die durch die emittierten Aktien zu schaffenden Anlagen zur Rentabilität des Unternehmens entsprechend beitragen können.

Dem Geld- und Kapitalmarkt bleibt durch die Kreditgewährung seitens der Banken nichts erspart und ebenso wird ihm durch die spätere Aktienausgabe (zur Kreditabdeckung) nichts geholfen. Dadurch verschafft sich lediglich die einzelne kreditgebende Bank auf Kosten der Gesamtheit des Marktes eine Erleichterung. Die Bank ist dadurch in

---

[1]) Abgesehen soll werden von den sogenannten Familien- und allen sonstigen Gründungen, bei denen das Aktienkapital nicht zur Ausgabe gelangt. Mit der Zeit (Erbteilung etc.) muss aber auch hierfür die Börse das Geldkapital gegen Aktien hergeben.

den Stand gesetzt, das auf der einen Seite Erhaltene auf der anderen Seite wieder auszuleihen. Dem Kapital- und Geldmarkt selbst wird dagegen nur ein bereits bestehender Zustand öffentlich bescheinigt und ihm in den Aktien gewissermassen die Quittung für die geleistete Lieferung ausgehändigt. (Flüssiges) Geldkapital, Aktien und Unternehmung (Kapitalanlage) verhalten sich also zu einander so, dass die Aktien das Bindeglied in der Umwandlung von (flüssigem) Geldkapital in Anlagekapital bilden.[1]) Natürlich wird auch ohne die Vermittelung von Aktien in den Unternehmungen flüssiges Kapital festgelegt. Das geschieht z. B., wenn eine Bank einem Unternehmen, welches nicht Aktiengesellschaft ist, Kredit zu diesem Zwecke gewährt.

Die Aktie wendet sich bei ihrer Emission an jene Gruppe von Kapitalisten, welche Geldkapitalien für die Dauer an die Aktien-Gesellschaft-Unternehmung hingeben wollen, d. h. also an den Kapitalmarkt. Es liegt nicht im Wesen der Aktie, kurzfristiges Kapital zu suchen, da das Kapital von der Aktiengesellschaft nicht zurückgegeben werden soll und auch oft garnicht zurückgegeben werden kann (da es ja zum grössten Teil in nicht oder nicht leicht realisierbare Kapitalgüter verwandelt werden soll). Nur einmal und zwar nur bei ihrer Emission wird der Markt des (flüssigen) Geldkapitals von der Aktie in der Weise in Anspruch genommen, dass sie den Bestand des (flüssigen) Geldkapitals (in der Regel fast in voller Höhe) vermindert. Alsdann führt die Aktie eine vom Kapital- und Geldmarkt völlig unabhängige Existenz. Immer mehr aber ist es zur Regel geworden, dass die Aktien einer Emission nicht sofort und auf einmal den ganzen Gegenwert aus dem Kapitalmarkt schöpfen, sondern zu einem Teile den Geldmarkt in Anspruch nehmen. Sie werden von vielen Käufern mit solchem Geldkapital bezahlt, welches von ihnen garnicht zu dauernder Festlegung bestimmt worden ist. Erst im Laufe der Zeit gelangt der in der Regel grössere Teil der Aktien an solche Kapitalisten, welche sie als dauernde Anlage behalten wollen. (Von mir als Rentner oder auch Anlagekapitalisten bezeichnet.)

Der Grund für die teilweise Inanspruchnahme des Geldmarktes durch Aktien-Emissionen liegt erstens darin, dass zur Zeit der Emission nicht genügend Kapital für den dauernden Zweck als Unternehmungskapital vorhanden ist oder bereit steht, so dass also in diesem Falle die Aktienaufnahme durch kurzfristiges Geldmarktkapital nur eine provisorische ist (z. B. typisch bei der Zeichnung grösserer Anleihen). Der zweite Grund ist der, dass die Aktie nicht nur als Kapitalanlage, sondern auch — und oft in erheblichem Masse — als Spekulationsobjekt begehrt wird. Das dem Geldmarkte für die Aktien entnommene Kapital ist im Unternehmen dauernd verwendet worden, aber es ist von solchen Kapitalisten hingegeben, welche nicht dauernd Aktionäre bleiben

[1]) Albert a. a. O. S. 83: „Die Kapitalanlage in Aktienwerten bildet eine Unternehmungsform, die als Bindeglied zwischen der direkten und indirekten Kapitalfunktion, zwischen Produktionsmarkt und Geldkapitalleihmarkt angesehen werden kann. In den Dividendenwerten erhält der Uebergang zwischen Leihgeschäft und Produktion eine feste reibungslose Geschmeidigkeit. Dieser bequeme Verbindungsweg wird von einer grossen Kapitalmasse vorzugsweise in Anspruch genommen."

wollen und können. Sie müssen ihr Kapital wieder in der Weise frei bekommen, dass ein anderer Kapitalist an ihre Stelle tritt. Dieser Anlass zum Besitzwechsel wirkt solange, bis die Aktie endgültig ihren Gegenwert aus dem Kapitalmarkt (statt dem Geldmarkt) bezogen hat, m. a. W. bis der Kapitalmarkt an den Geldmarkt das provisorisch hingegebene Kapital zurückerstattet hat.

Schon die Tatsache, dass die Aktiengesellschaft als Unternehmung garnicht davon berührt zu werden braucht, ob ihre Aktien oft oder garnicht den Besitzer wechseln, weist darauf hin, dass zwischen dem Kapitalwert der Fabrikanlagen der Aktiengesellschaft und dem Wert ihrer Aktien selbst ein wesentlicher Unterschied bestehen muss. Die Aktien eines Unternehmens haben nicht eigenen Wert und sind nicht selbst Kapital, sondern stehen neben dem Kapital der betreffenden Unternehmungen. Das ihnen zu Grunde liegende Kapital enthält z. B. bei einem Hüttenwerk: 1) fixe Produktionsmittel oder fixe Kapitalgüter (Bergwerks- und Fabrikanlagen, Gebäude, Verkehrsmittel und dgl.), 2) flüssige Produktionsmittel oder flüssige Kapitalgüter (wie Roheisen, Kohle, Nahrungsmittel der Arbeiter u. dgl.), 3) konsumreife Genussgüter (Fertigprodukte u. dgl.), schliesslich 4) Kapital in Geldform zur Vermittelung aller Beziehungen zu anderen Wirtschaften.[1]) Ferner rechne ich hierzu den Wert des Immaterialkapitals (bedeutungsvoll bei chemischen und Spezial-Maschinenfabriken). Im Gegensatz zu dem Kapital der Unternehmung ist die Aktie kein volkswirtschaftliches Kapital, sondern nur der pro rata kapitalisierte Anspruch auf den Ertrag der Aktiengesellschaft. Philippovich[2]) bezeichnet sie als Wertkapital". Dieses „umfasst die Gesamtheit jener Vermögenswerte, die nur in Berechtigungen, nicht in sachlichen Gütern bestehen, sofern sie als Quelle eines Ertrages erscheinen." „Die Aktien verhalten sich zum wirklichen Kapital, das in den bezgl. Unternehmungen steckt, ähnlich wie z. B. der Ladeschein zur Ladung."[3]) „Das wirkliche volkswirtschaftliche Produktivkapital existiert unter allen Umständen nur einmal und zwar eben in der Form der Unternehmung selbst."[4])

Die Loslösung der Aktie vom Unternehmen selbst gibt ihr die Fähigkeit des selbständigen, unabhängigen Besitzwechsels und der vom Unternehmen nur mittelbar abhängigen Wertbewegung.[5]) Der Besitzwechsel bringt die Aktie wieder mit dem Kapital- und Geldmarkt in Verbindung. Diese kann sich auf vierfach verschiedene Weise äussern:[6])

---

[1]) Vgl. Esslen a. a. O. S. 249.

[2]) Philippovich I. a. a. O. S. 164 — Offermann a. a. O. 104/5 nennt alle sog. papierenen Werte „fiktives Kapital".

[3]) Offermann S. 112. a. a. O.

[4]) Offermann S. 106. a. a. O.

[5]) Philippovich I. a. a. O. S. 164.

[6]) Die Spekulation an sich arbeitet nur mit Geldmarktskapital. Sie beeinflusst aber beständig auch die Verhältnisse des langfristigen Kapitals des Kapitalmarktes, indem sie mehr oder weniger mit kurzfristigem Kapital an die Stelle des langfristigen tritt. Daher spreche ich zumeist von Geld- und Kapitalmarkt als der Gesamtheit des lang- und kurzfristigen Leihkapitals.

| Aktien-Verkäufer. | | Aktien-Käufer. |
| --- | --- | --- |
| 1. Rentner (welcher langfristiges Kapital hergegeben hatte) | *an* | Rentner (welcher wieder langfr. Kapital hergibt.) |
| 2. Rentner (wie vor) | *an* | Spekulant (welcher die Aktie mit kurzfristigem Leihkap. kauft) |
| 3. Spekulant (welcher mit kurzfr. Leihkap. gekauft hatte) | *an* | Spekulant (wie vor) |
| 4. Spekulant (wie vor) | *an* | Rentner (welcher mit langfristigem Kapital kauft) |

ad 1) Dieser Fall bringt nur eine Verschiebung im Kapitalmarkte hervor und berührt nicht den Geldmarkt; ad 2) Hier wird Kapital des Geldmarktes an den Kapitalmarkt abgegeben; ad 3) Es findet eine Kapitalverschiebung nur im Geldmarkte statt; ad 4) Der Geldmarkt wird vom Kapitalmarkt entlastet. In der Praisx ist der Fall 1 wegen seiner Seltenheit fast bedeutungslos. Der Fall 2 spielt schon eine fühlbarere Rolle in Zeiten steigenden Spekulationsfiebers, wenn seriöse Aktionäre bei spekulativer Preissteigerung ihre hochbewerteten Aktien verkaufen. Der 3. Fall ist der bei weitem wichtigste. Ein Teil der Aktien der meisten Aktiengesellschafts-Unternehmungen befindet sich ständig in den Händen von Spekulanten und im Besitzwechsel während kürzerer Zeiträume. Je spekulativer der Charakter eines Unternehmens und je grösser der Markt seiner Aktien ist, um so grösser ist der Anteil der mit Geldmarktskapital gehaltenen Aktien. Der Fall 4 endlich kommt in Zeiten der Baisse und Depression zur Geltung, wenn bei gesunkenen Kursen sich die Zahl seriöser Aktionäre wieder vermehrt.

Die Einteilung des Aktienkapitals in kleine Abschnitte von meistens je 1000 M. ermöglicht es, dass ein grösseres Werk theoretisch so viele Aktionäre bezw. Besitzer haben kann, als sein Aktienkapital Teile à 1000 Mark hat. Diese Teilung ermöglicht es ferner auch, dass die einzelnen Aktien ihren Besitzer wechseln können, ohne direkt das ihnen zu Grunde liegende Produktivkapital zu tangieren. In der Effektifizierung (ein von Professor Liefmann geprägter Ausdruck) liegt somit nicht nur die von Liefmann hervorgehobene leichtere Möglichkeit der Kapitalkonzentration, sondern auch die von Eberstadt betonte Möglichkeit der Dezentralisation (Demokratisierung) des Besitzes grosser Unternehmungen.

Die Fungibilität der Aktien in Verbindung mit ihrer Notiz an der Börse gibt ihnen die Fähigkeit, ohne materielle Anwesenheit, ohne besondere Umstände, ohne grösseren Verlust an Zeit und Kosten ihren Besitzer zu wechseln, ferner die Möglichkeit und den Vorzug einer dem Gange des Unternehmens entsprechenden öffentlichen Bewertung und Preisbildung, welche in der prozentualen Notiz des nominellen Betrages ihren Ausdruck findet.[1])

[1]) Wolff und Birkenbihl a. a. O. S. 266: „Das Wertpapier ist hinsichtlich der Preisänderung wie eine Ware anzusehen . . . Während jedoch die Ware ihren Wert in sich selbst darstellt, ist das Wertpapier lediglich der Träger einer Forderung gegen einen Schuldner oder der Träger eines Anrechts an einem Gesellschaftsvermögen."

In einem angenommenen stabilen Zustande stellt sich nun die Besitz-Verteilung des Effektenbestandes etwa so, dass ein Teil und zwar der bei weitem grösste, gewöhnlich in den Händen eines grösseren Publikums ist, welches denselben als Kapitalanlage festhält oder doch wenigstens diese Absicht hat. Ein weiterer Teil der Effekten, besonders jene, deren Besitz mit grösserem Risiko verbunden ist, wird von solchen Leuten, Spekulanten, gehalten, welche nicht die Absicht dauernden Besitzes haben, sondern gerade am Besitzwechsel bei schwankender Bewertung verdienen wollen. Dieser Teil der Effekten ist das hauptsächlichste Material für die Effektenumsätze an der Börse. Ein dritter Teil hat weder die direkte Bestimmung der ersten noch der zweiten Art, es sind das die Bestände der Banken. Ihre Aufgabe ist es, den Banken die Macht zu geben, einen Einfluss auf die von den betreffenden Effekten repräsentierten Gesellschaften auszuüben, ferner zur Regelung und „Kontrolle" des Börsenkurses. Endlich dient ein nicht zu unterschätzender Teil als Unterlage für gewährten oder noch zu gewährenden Kredit und ist in dieser Eigenschaft für die Dauer des betreffenden Kreditverhältnisses dem Besitzwechsel und dem direkten Einfluss auf den Börsenkurs entzogen. Trotzdem ist er zumeist in die Klasse der zur Spekulation bestimmten Effekten einzureihen, da der auf Basis des Effektenlombards von der Bank ihrem Klienten gewährte Kredit zum spekulativen Erwerb der betreffenden Papiere mit verwendet worden ist.

Nun befindet sich aber der grösste Teil der Effekten, besonders von Werken mit weniger schwankenden Erträgen und solider geschäftlicher Grundlage, gewöhnlich nicht in den Händen von Spekulanten oder Banken, sondern im Besitze jener Leute, die aus dem Erträgnis der Werte Nutzen ziehen wollen.[1]) Der relativ geringe Teil aber, welcher in den Händen der Banken und Spekulanten liegt, ist der einzige direkt auf die Kursbildung einwirkende Teil.[2]) Indirekt freilich wirkt auch der feste Besitz hierauf ein (kurserhöhend) und zwar jeweilig dann, wenn etwa weiterem Anlagebedürfnis ein entsprechendes Angebot nicht gegenübersteht. Obgleich in einer grossen Anzahl von Werten nur durch einen so geringen Teil des gesamten an der Börse notierten Aktienkapitals die Umsätze bewerkstelligt werden, ist doch der Wert der Umsätze im Laufe eines grösseren Zeitraumes, etwa eines Jahres, oft grösser als der Wert des ganzen Nominalkapitals selbst, da eben jener kleine Teil mehrfach seinen Besitzer zu wechseln pflegt. Anders pflegt es bei den stark spekulativen Werten zu sein, die sich notorisch nicht zur Kapitalanlage eignen, und als solche nur in ganz geringem Umfange gehalten werden. Hier ist selbstverständlich der Gesamtumsatz während etwa eines Jahres um so viel mehr grösser als das Nominalkapital, wie der im Besitz von Spekulanten befindliche Teil des Aktienkapitals den als Anlage benutzten Teil übertrifft.

---

[1]) Dagegen gibt es kein häufiger gehandeltes Terminpapier, das zum grösseren Teile des A. K. dauernd in festen Händen wäre: vgl. Bachmann a. a. O. S. 55.

[2]) So hat vor einigen Jahren ein Bankenkonsortium, der sogenannte Hiberniatrotztrust, den grössten Teil des Aktienkapitals der Hibernia Bergwerks-Gesellschaft dauernd dem Markte entzogen, sodass überhaupt nur der kleinere Teil des Aktienkapitals gehandelt werden kann.

# Verschiedenheit der Wertbewegung von Wertkapital (Aktien) und dem ihm zu Grunde liegenden Produktivkapital.

Der Wert der Aktie ist der pro rata kapitalisierte Anspruch auf den Kapitalgewinn.[1]) Dieser Wert und seine Bewegung kommen in dem Steigen und Fallen der Aktien-Kurse zum Ausdruck. Die Möglichkeit und die Tatsache, dass die Kurse der Aktien auch anderen Einflüssen, als nur solchen aus der Wertbewegung des ihm zu Grunde liegenden Produktionskapitals unterliegen, ist ein hinreichender Beweis, dass Produktivkapital und Aktien von verchiedenen Bestimmgründen für ihre Wertbildung und -Bewegung abhängig sind. Als ferneren Beweis führe ich an, dass sich an verschiedenen Märkten (hier Börsen) zu gleicher Zeit abweichende Preise für die Aktien eines und desselben Unternehmens herausstellen, während im Verkaufsfalle des Unternehmens nur ein einheitlicher Preis für das Ganze in Betracht kommen könnte. Es besteht also eine vom Produktivkapital losgelöste Wertbewegung der Aktien. Letztere kann sich theoretisch (und tut es auch praktisch) vom Werte des Produktivkapitals mehr oder weniger weit entfernen, auch zeitweilig eine entgegengesetzte sein. In der Regel laufen in längeren Zeiträumen beide Werte einander parallel, und eine starke Entfernung beider führt zumeist (besonders in Krisen) zu einer gewaltsamen Wiedervereinigung.[2]) Eine dauernde starke Abweichung ist eben daher nicht möglich, weil die Aktie ihren Wert aus dem ihr zu Grunde liegenden Produktivkapital herleitet; die zeitweilige Verschiedenheit erklärt sich aus dem Umstande, dass das Unternehmen selbst nicht den Charakter als mobiler Wert hat, wie ihn die Aktie als Wertkapital besitzt. „Es fällt niemandem ein, eine Fabrik, die nicht auf Aktien lautet, in der Weise abzuschätzen, dass er das Erträgnis von einem Jahr zum andern kapitalisiere und diese Summe dann als momentanen Wert der Fabrik ausgebe. Hier wird jeder mehr die konstanten Kapitalteile, die das Fabrikunternehmen bilden, und deren Wert doch nur über grössere Perioden stärker schwankt, in Betracht ziehen und auf die letzten oder kommenden Erträgnisse, die mehr oder weniger von wechselnden Konjunkturen und auch vom persönlichen Geschick der Leiter abhängig sind, weniger Gewicht legen.“[3]) Die Wertbewegung der Aktien, welche der des ihnen zu Grunde liegenden Produktivkapitals zuwiderläuft, hat nur privat- nicht volkswirtschaftliche Bedeutung. Eine Vermehrung des Wertkapitals, die nur auf höhere Schätzung und nicht auf Vermehrung resp. Werterhöhung des (wirkl.) Produktivkapitals beruht, ist eine bloss scheinbare.[4])

---

[1]) Vgl. Offermann a. a. O. S. 106–8.
[2]) Vgl. Bouniatian a. a. O. I. 23.
[3]) Offermann a. a. O. S. 108.
[4]) Philippovich a. a. O. I. S. 165.

# Die Bewertung der Aktien.

In die Bewertung der Aktien eines Unternehmens teilen sich zwei Gruppen von Aktionären: die Spekulanten (= vorübergehende Aktionäre) und die dauernden Aktionäre. Der seriöse (Dauer-) Aktionär sieht in der Aktie eine Quelle dauernden Einkommens. Er hat sein Kapital für die Aktie hergegeben, um am Ertrage derselben teilzunehmen. Er fühlt sich mehr als Rentner i. w. S. und Gläubiger[1]) der Aktiengesellschaft (da er vor Auflösung des Gesamtunternehmens keinen Anspruch auf Rückerstattung des Kapitals hat), wie als Unternehmer.[2]) Er bewertet die Aktie von seinem Standpunkte aus nach dem Ertrag, der Rentabilität des anzulegenden Kapitals, sowie der Sicherheit und Erhaltung desselben. Für seinen Standpunkt muss er also auch die stabilen Elemente des den Aktien zu Grunde liegenden Produktiv-Kapitals in Betracht ziehen, also auch die stillen und offenen Reserven jeder Art, welche entweder die Stabilität der Dividende garantieren oder voraussichtlich den Daueraktionären später als Kapitalrückzahlung plus Gewinn zufallen (z. B. bei Terraingesellschaften). Er wird also eine Aktie mit hochwertigem Grundbesitz und mässiger Dividende ähnlich hoch bewerten, wie eine andere ohne solchen Besitz aber mit etwas höherer Dividende. Auch die dauernden Zinsverhältnisse (als Element des Kapitalisierungsschlüssels) für Anlagekapital, sowie die Möglichkeit einer anderen, ebenso bequemenAnlage bestimmen seine Wertschätzung der Aktie. Aus der Gesamtheit dieser Merkmale ergibt sich für die Aktie als Kapitalanlageobjekt eine Art (wenig schwankender) Dauerwert, ihr sogenannter „innerer Wert". Er ist kein fester Wert, da auch seine Grundlagen schwanken. Der „Dauerpreis"[3]) lässt sich selbst bei Aktien mit stabiler Grundlage und stabilen Erträgen in der Praxis in Reinheit kaum beobachten, eher schon bei sicheren Obligationen. Aber die Tendenz zur Bildung resp. Sichdurchsetzung des Dauerpreises ist vorhanden. „Der Kurs der Aktie ist im allgemeinen ihrer wirklichen oder gemutmassten Ertragsfähigkeit, ihrem inneren Werte überhaupt proportional, obwohl er . . . einen gewissen Zuschlag zu diesem inneren Werte einschliesst."[4]) Die neueren Berechnungen der durchschnittlichen Rentabilität von Aktien ergeben, dass dieselbe nur sehr wenig von der anderer Kapitalanlagen als (dauernder) Rentenquellen abweicht.[5]) Die durchschnittlichen Kurse der meisten Aktien zeigen diesen Wert der Aktien als Rentenquelle.[6]) Dem durchschnittlichen Ertrage aller Aktien nach zu urteilen, müsste man den Unternehmergewinn mit der Lupe suchen. Die geringe Höhe der Aktien-Rente lässt uns vermuten, dass ein anderer

---

1) L. v. Petrazycki a. a. O. S. 38/9 u. 45.

2) Die Frage, ob der Aktionär Unternehmer ist oder nicht, soll hier nicht entschieden werden. Ich verweise dazu auf Offermann, Gottschewski, L. v. Pertrazycki und Bouniatian, welche gegenteiliger Ansicht sind.

3) Vgl. Wagner Erw. Grundriss II. S. 346/7.

4) L. v. Petrazycki a. a. O. S. 83.

5) Gottschewski a. a. O. S. 228, L. v. Petrazycki a. a. O. S. 71. 47, Passow a. a. O. S. 48 ff.

6) Vgl. Bouniatian I. a. a. O. S. 38.

Grund dafür mitbestimmend ist, worauf wir später zurückkommen werden.

Die Schätzung des Wertes einer Aktie als Kapitalanlage begegnet in der Praxis erheblichen Schwierigkeiten. Jede solche Schätzung erstreckt sich mehr oder weniger auf die Zukunft und hat in der Vergangenheit nur Anhaltepunkte. „Handschuhe und Röcke bewertet das Publikum richtiger als Aktien." Für die Vergangenheit liesse sich wohl ein objektiver Ertragswert feststellen, aber für die Zukunft versagen die Grundlagen; da ist jeder Aktienkäufer eher mehr als weniger auf seine eigene (subjektive) Schätzung angewiesen.[1]) Vergangenheit und gegenwärtige Zustände des Unternehmens weisen zwar auf einen „inneren Wert" hin, können es aber nicht verhindern, dass die Schätzungen vom selben Standpunkt des Kapitalanlegers bei verschiedenen Personen verschieden hoch ausfallen. Ist schon der Grossaktionär oft nicht imstande, den inneren Wert seiner Aktien für kürzere Zeit im voraus zu bestimmen, um wieviel weniger der Kleinaktionär, dem die Verhältnisse im Unternehmen selbst meist völlig fremd sind.[2]) Das Auseinandergehen der Schätzungen bei verschiedenen Personen und zu verschiedenen Zeiten, der Irrtum des Wertgefühls, der auch unter Anlagekapitalisten (Rentnern) verschiedene Standpunkt, die Unkenntnis und Unberechenbarkeit des Angebots und der Nachfrage und der Zustände im Geldkapital usw. — alle diese Umstände führen mit Notwendigkeit immer wieder zu Kursschwankungen.

Schon hieraus lässt sich das Eintreten und die Berechtigung der Aktien-Spekulation genügend begründen. Diese macht sich die Bewegungen des „inneren" Wertes zu nutze und wird so zugleich selbst ein Faktor für die Bewertung der Aktien. Ihre Gesichtspunkte sind völlig andere als die der Daueraktionäre. Die Rente der Aktie kommt für den Spekulanten als Bezieher derselben garnicht in Betracht. Die Rente an sich bedeutet ihm nur soviel, als sie zur Erhöhung oder Ermässigung des Kurswertes beiträgt. Ihm ist auch der „innere" Wert ganz gleichgültig, da er die Aktien ja nicht behalten, sondern an ihrer Wert*bewegung*, durch Besitzwechsel, am augenblicklichen Kurswerte verdienen will. Ueberschätzung und Unterschätzung des „inneren" Wertes sind ihm angenehm, da sie einer Rektifizierung bedürfen, an der er profitieren kann. Wie dem Spekulanten der „innere" Wert einer Aktie oft bedeutungslos ist, so sind umgekehrt für seine Schätzung und seinen Beitrag zur Kursbewegung alle jene Momente massgebend, die im Augenblick oder in der nächsten Zukunft den Preis der Aktie verändern können. Hierfür einige Beispiele: Der Spekulant, welcher die Zuspitzung der Marokkoaffäre voraussah, konte fast wahllos deutsche Effekten à la baisse verkaufen und im Höhepunkt der Krisis mit Gewinn zurückkaufen; wer die Lösung der Krisis voraussah, konnte zur rechten Zeit à la hausse mit Gewinn spekulieren. Für den dauernden Erfolg solcher Spekulationen dürfte allerdings eine so unvollkommene

---

[1]) Vgl. Schmollers Grundriss. Band II. S. 115.

[2]) Vgl. Ehrenberg „Aktiengesellschaft und Aktienrente" im Thünen-Archiv S. 80. Zit. von Passow. S. 122.

Kenntnis nicht ausreichen, wie die Erfahrung täglich lehrt. Und dieser Mangel an genügender Kenntnis aller für die künftige Preisbildung der Effekten in Betracht kommenden Momente, die Ueber- oder Unterschätzung der Tragweite augenblicklicher Einflüsse, ist der Grund des häufigen Irrtums der Spekulation. Sie befördert alsdann nicht mehr die sich dem ‚inneren" Wert (dem Dauerpreis), anschmiegende Kursbildung, sondern entfernt sie von demselben und erhöht die Kursschwankungen. Und je stärker die Kursschwankungen, um so mehr wird die Schar der Spekulanten und der Umfang ihrer Tätigkeit zunehmen. Der objektive Tauschwert = (Preis-) Kurswert der Aktie ist also ein Ergebnis stark subjektiver Wertschätzungen. Er weicht stets mehr oder weniger stark von der blossen Kapitalisierung des Rentenanspruches ab. Es erübrigt nunmehr die Bildung und Grösse des Kurses aus den subjektiven durch äussere Verhältnisse und Tatsachen bedingten Werturteilen nachzuweisen.

---

## Die Ursachen der Kursbewegung der Aktien.

Die Hauptursache für die Wertbewegung der Aktien liegt im Wirtschaftsleben selbst, dessen Auf- und Niedergang den Wert alles Produktivkapitals erhöhen oder ermässigen kann. Selbst die oberflächlichste Betrachtung der grösseren Wellenlinien der Konjunktur lässt aufs deutlichste einen weitgehenden Parallelismus mit der Kursbewegung erkennen; freilich nicht zeitlich genau übereinstimmend, da sich ja die Bewertung der Aktien stets auf die Zukunft richtet und daher naturgemäss in der Regel — bei richtiger Voraussicht — immer zeitlich etwas voraneilen wird. Mit den verschiedenen Konjunkturen muss sich auch der Wert der Aktien ändern, sowohl für den Daueraktionär als auch den Spekulanten. Den ersteren tangiert hauptsächlich der Ertrag selbst als Ganzes, den letzteren interessieren alle jene Einzelereignisse, welche auf den Ertrag und damit den Kapitalwert der Aktie einzuwirken geeignet sind. Der jeweilige Kurswert ist ein Reflex der Einzelerscheinungen, die Gesamtrichtung der Kurse ein Reflex des Ganzen.[1]) In der aufsteigenden Konjunktur steigen Produktion, Absatz, Preise und Gewinnrate, als Ergebnis davon die Aktienrente und der „innere" Aktienwert. Der gleichzeitig aber nicht ebenso stark wie die Gewinnrate steigende Zins wirkt der Steigerung des Kurses entgegen.[2]) Ein Abbild dieser Bewegung bietet die Industrie der Produktionsmittel (bes. Kohle und Eisen), und die entsprechende Kursbewegung der bzgl. Aktien. Im einzelnen sind für die Kursbewegung wieder massgebend die Verhältnisse der Einzel-, Volks- und Weltwirtschaft. Sie können eine sich gegenseitig verstärkende aber auch hemmende und aufhebende Wirkung ausüben. Die Konjunktur kann eine günstige sein, und trotzdem kann der Kurs der N. N. Bergwerks-Aktie sinken. Hier sprechen alle jene Momente mit, die

---

[1]) Vgl. Bouniatian I. a. a. O. S. 47.
[2]) Vgl. Albert a. a. O. S. 76 u. 108.

aus dem Wesen der Einzelwirtschaft heraus deren Prosperieren beeinflussen. Schon in der Gründung[1]) einer Aktiengesellschaft kann der Keim ihres späteren Verfalles gelegt sein. Zu hohe Gründergewinne, Kapitalverwässerung, ein dem Gange der Unternehmung entgegenwirkendes Interesse der Gründer können die spätere Rentabilität vernichten. Die weitere Entwickelung einer lebensfähigen Aktiengesellschaft ist in hohem Masse von dem Geschick ihrer Leitung, deren vorsichtigen oder gewagten Geschäften, sowie deren Absatz- und Preispolitik abhängig. Technische und organisatorische Verbesserungen, Erfindungen, Produktions-Verbilligung können den Ertrag erhöhen, der richtige Anschluss an verwandte Unternehmungen, Fusion und Konzentration können ihn dauernd sichern.[2]) Ebenso wirkt günstig in dieser Richtung eine vorsichtige Bilanzierung, Reservestellung und Dividendenpolitik. Mit letzterer wieder hängt die gesamte Finanzpolitik des Einzelunternehmens eng zusammen, die Festlegung oder Liquidität der Mittel, die finanzielle Selbständigkeit oder Abhängigkeit vom Kreditgeber und damit vom Geld- und Kapitalmarkte. Je nachdem die Verhältnisse des Einzelunternehmens besonders günstige oder ungünstige sind, wird auch der Kurswert seiner Aktien nach oben oder unten sich bewegen, z. T. unabhängig von der Gesamtheit des Aktienmarktes. Da die einzelne Aktiengesellschaft aber innerhalb der Volkswirtschaft steht, kann sie sich allen jenen Einflüssen, welche auf die ganze oder Teile der Volkswirtschaft einwirken, nicht entziehen. Unvermeidlich wirkt jede bedeutendere volkswirtschaftlich politische Massnahme mittelbar oder unmittelbar auf die Einzelunternehmungen. Die Verkehrs-, Zoll und Steuerpolitik kann den einen Wirtschaftszweig ebenso schädigen wie dem andern nützen. Hohe Kohlenpreise sind für die Fertigindustrie drückend, niedrige Kalipreise für die Landwirtschaft ein Vorteil. Eine bodenreformerische Bodenpolitik schädigt die Terrain-Interessenten und nützt der Gesamtheit. Der Ausfall der Ernten berührt die Kaufkraft weiter Kreise der Bevölkerung. Das Entstehen neuer Bedürfnisse und der Wechsel in denselben gibt der Produktion eine andere Richtung. Kriege und Klassenkämpfe können das gesamte Wirtschaftsleben lahm legen. Von weittragender Bedeutung für die Prosperität besonders der Aktien-Gesellschaften sind die Verhältnisse des nationalen Kapital- und Geldmarktes. Der Zinsfuss eines Landes bildet den Kapitalisierungsschlüssel für alle Rentenerträge, also hat ein hoher Zinsfuss die Tendenz, den Kurswert der Aktien zu vermindern. Wir finden aber in der Praxis, dass Steigen des Kurses und des Diskonts lange Zeit hindurch parallel laufen. Das begründet sich nicht dadurch, dass der steigende Diskont, sondern die mehr als jener steigende Gewinnrate den Kurswert erhöht, was auch daraus hervorgeht, dass hoher Realzinsfuss der Aktie und hoher Diskont parallel laufen.[3]) Das widerspricht nicht der Tendenz des Zinsfusses in seiner

[1]) Vgl. Passow a. a. O. S. 24 ff.

[2]) Vgl. Liefmann in Schmollers Jahrbuch 1902. S. 661 ff.

[3]) Der tabellarische Nachweis für die Zinsfuss- und Kursbewegungen befindet sich in Alberts Werk an verschiedenen Stellen.

Wirkung als Element des Kapitalisierungsschlüssels. Das Verhältnis des (flüssigen) Geldkapitals eines Landes ist wesentlich mitbestimmend für den Gang der Konjunktur. Denn einmal speist dieser Kapitalfonds das Anlagekapital (hierfür kommt hauptsächlich der sog. Kapitalmarkt in Betracht), sodann das Betriebskapital, welches speziell dem sogenannten Geldmarkt entstammt. Das flüssige Kapital des Geldmarktes ist für die jeweilige Kursbewegung von besonderer Wichtigkeit, weil es auch der Spekulation das Betriebskapital liefert, sein billiger Leihpreis dieselbe also zu befördern sehr geeignet ist.

Für den Gang der Einzel- und Volkswirtschaft sind auch die Verhältnisse der Weltwirtschaft von Einfluss. Sie wirken also mittelbar mit bei der Wertbildung der Aktien, besonders jener Unternehmungen, welche vom Aussenhandel abhängig sind. Wichtig ist hierbei vornehmlich die gesamte Handels- (Schiffahrts-), Zoll- und Steuerpolitik der fremden Staaten; Verbesserungen des Weltverkehrs (Panamakanal), Eröffnung oder Sperrung von Absatzmärkten, die ganze Weltmarktkonkurrenz, Welternten, Kriege, Streiks und dgl. Ebenso übt der Zustand des internationalen Geld- und Kapitalmarktes einen mit der Zeit steigenden Einfluss auf die entsprechenden heimischen Verhältnisse aus. (Exportkapitalismus).

---

## Ursachen der Kursbewegung der Aktien aus dem Wesen der letzteren (als Unternehmungsform.)

Weiteren Aufschluss über die Kursbewegung der Aktien bieten uns deren charakteristische Eigenschaften als Unternehmungsform. „Die Aktie lässt sich als ein Einkommenpapier charakterisieren, dessen Kapitalwert und dessen Ertrag schwanken.“[1]) Wir hatten schon im vorhergehenden einige Eigenschaften der Aktie gestreift, welche geeignet sind, uns ihre allgemeine Beliebtheit als Kapitalanlageobjekt und somit deren an und für sich hohen Preis (erkenntlich aus der durchschnittlichen Aktienrente unter Berücksichtigung des Risikos) zu erklären. Die Aktie wirft dem einzelnen Daueraktionär eine Rente ohne fortlaufende Arbeitsleistung ab. Die Aktien- und Börsengesetzgebung sichert ihn vor den gröbsten Uebervorteilungen. Die öffentliche Rechnungslegung der Aktien-Gesellschaft erweckt in ihm den Glauben an eine Kontrolle der Allgemeinheit. Die Leichtigkeit und Formlosigkeit des Aktienkaufs und -Verkaufs, sowie die relativ geringe Grösse der einzelnen Aktie machen sie zu einer bequemen Kapitalanlage. Je kleiner der für die Aktie aufzuwendende Kapitalbetrag, um so grösser ist der Kreis der kaufkräftigen Nachfrage, Rentner i. w. S. sowohl wie Spekulanten.[2]) Es zeigt sich dies schon im höheren Kurse der kleinen Stücke (à Mark 600, 500, 200) gegenüber den grossen bei ein und derselben Effektengattung (bei verschiedenen Staats- und Dividenden-

[1]) L. v. Petrazycki a. a. O. Seite 44.
[2]) Vgl. Offermann a. a. O. S. 108/9.

papieren). Aus der steigenden kaufkräftigen Nachfrage bei geringerer Grösse der einzelnen Kapitalanlage- (Spekulations-) Objekte erklärt sich auch sofort die oft beobachtete Erfahrung, dass die Umwandlung eines Kuxenbergwerks in eine Aktiengesellschaft eine bedeutende Preiserhöhung der gesamten Anteile zur Folge hat. Auch die sogenannte beschränkte Haftung des Aktionärs[1]) wird zu der Höhe der Aktienkurse beitragen, obwohl gerade dieser Punkt auch gegen die Beliebtheit der Aktie sprechen könnte, da es in den meisten Fällen die Aktionäre sind, welche beim Zusammenbruch einer Aktiengesellschaft alles verlieren, viel weniger die Gläubiger (Banken).[2]) (Man beachte dagegen den Ruin privater Unternehmungen, bei denen die Gläubiger oft das vielfache des Unternehmers verlieren.) Schliesslich macht auch die unabhängige Lebensdauer und die in der Regel grosse Kreditwürdigkeit der Aktiengesellschaften ihre Aktien zu geeigneten Kapitalanlage-Objekten.

Aber alles bisher Gesagte trifft nicht den Kern der Begründung für den hohen Kursstand aller Aktien, für die im Vergleich zu anderen, viel sichereren Kapitalanlagen überaus niedrige Rentabilität des in Aktien angelegten Kapitals. Wir stellten vorhin fest, dass die Aktienrente viel niedriger ist, als man bis vor kurzem geglaubt hat. Als den tiefsten Grund für die allgemeine Ueberschätzung des Aktienwertes hat L. v. Petrazycki[3]) festgestellt: Die als eine Art wirtschaftliches Gesetz wirkende subjektive Tendenz zur Ueberschätzung von Gewinnchancen (Prämien). (Kurz optimistische Tendenz genannt.) „Dieses Theorem (sc. der optimistischen Ueberschätzung des Aktienwertes) geht deduktiv aus dem allgemein verbreiteten psychologischen Zug der Menschen hervor, der in der Tendenz besteht, die günstigen und erwünschten Chancen bei Wahrscheinlichkeitsberechnungen zu überschätzen und entsprechend einer derartigen unverhältnismässigen Bewertung zu handeln.“[4]) Petrazycki beweist die Wirkung dieses „Gesetzes“ aus der übereinstimmenden Erfahrung bei der Lotterie, dem Glücksspiel überhaupt, den Wetten am Totalisator, — für unseren Fall an der Bewertung von Prämienanleihen, verlosbaren Effekten und an der Kursbewegung von Aktien in allen ihren Verhältnissen. Die Schlüsse, welche wir deduktiv aus dem „Gesetz“ für die Kursbildung der Aktien — ceteris paribus — ableiten können, stimmen in der Regel mit der tatsächlich praktisch sich ergebenden Kursbildung weitgehend überein. Die Schwankungen in der Wirkung der optimistischen Tendenz werden sich also dem Steigen und Fallen der Gewinnchance (Prämien) anschliessen. Sie werden entsprechend den Wellenbewegungen des Wirtschaftslebens in der Hausse steigen und in der Baisse sinken. Je dunkler und schwerer abschätzbar die Gewinnchance ist, um so weiter

[1]) Von einer beschränkten Haftung des einzelnen Aktionärs kann man eigentlich nicht sprechen, wenn man sich vorstellt, dass die für die Aktie hingegebenen 1000 M. dem Aktionär garnicht mehr persönlich gehören.

[2]) L. v. Petrazycki a. a. O. S. 37.

[3]) L. v. Petrazycki. Dieser Teil-Untersuchung dient der grösste Teil seines Werkes, besonders die Seiten 47, 53, 55, 60, 62.

[4]) L. v. Petrazcki. a. a. O. S. 47.

ist das Wirkungsfeld jener Tendenz. Daher die Erfahrung, dass gerade das Stadium der Gründung einer Aktiengesellschaft die Periode der grössten Spekulation in ihren Aktien zu sein pflegt und dass ferner die Wirkung der Tendenz zur Ueberschätzung aufhört, wenn mit der Klärung der Verhältnisse in der Aktiengesellschaft, bei zunehmendem Alter und zunehmender Solidität derselben die Prämie = unberechenbare Gewinnchance allmählich verschwindet. In derselben Richtung der Hemmung der Kursübertreibungen nach oben wirkt jede Verbesserung des Aktien- und Börsenrechts, welche dieser Tendenz entgegenwirkt: durch Enthüllung der „möglichen" Prämie in eine wirklich vorhandene oder nicht vorhandene, oder m. a. W. durch Umwandlung der Wahrscheinlichkeitsrechnung in eine Rechnung mit bekannten festen Grössen. Diese Tendenz sucht sich überall unter günstigen Bedingungen durchzusetzen, sowohl beim Anlagekapitalisten als auch beim Spekulanten und Spekulations-Vermittler, sogar beim Unternehmen selbst. Der Verführer zur Uebertreibung in der Kursbewegung ist die Tendenz selbst, die Spekulation ist nur ihr ausführendes Hauptorgan. Die Wirkung der Tendenz scheint zu gewissen Zeiten der Spekulationskrisis in ihr Gegenteil verkehrt zu sein. Diese Erscheinung beruht auf stärker hervortretenden massenpsychologischen Zusammenhängen,[1]) welche ihre Kraft aus den Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit herzuleiten pflegen. Ist die Wucht dieser Erfahrungen vorüber, so beginnt auch die Tendenz wieder deutlich zu werden. Massenpsychologische Wirkungen aus der Kenntnis grosser Börsengewinne sind es auch, die zu den stärksten Spekulations-Ausschreitungen in der Hausse führen, indem sie in derselben Richtung gehen, wie die Tendenz selbst.

## Einfluss der organisierten Spekulation auf die Kursbewegung.

Wirtschaftsleben, Aktiencharakter und optimistische Tendenz waren die drei Hauptursachen, welche im Rahmen des Gesetzes von Angebot und Nachfrage — ohne fremden Einfluss — die Bewegung des Aktienkurses bestimmen. Die näheren Umstände der Kursbewegung belehren uns, dass noch andere Einflüsse mitspielen müssen. Es ist doch merkwürdig, dass sich gerade vor dem Jahresschlusse die Kurse so regelmässig heben,[2]) um evtl. (wie im Januar 1907) kurz nachher zu fallen, dass gerade vor „grossen Finanzoperationen" (Emissionen, Fusionen u. dgl.) die betr. Aktien eine eigentümliche, von den 3 oben genannten Faktoren fast unabhängige Kursbewegung durchmachen. Grosse Ereignisse werfen ihre Schatten voraus. Es ist der Einfluss der organisierten Spekulation, der bei solchen Gelegenheiten deutlich hervortritt. Zur organisierten Spekulation zähle ich alle jene (physischen oder

[1]) Vgl. Bouniatian. I. a. a. O. S. 81.
[2]) Vgl. Calwer 1906. a. a. O. S. 263.

juristischen) Personen, welche selbst berufliche Spekulanten und zugleich Kapitalgeber und Vermittler der Spekulation sind, also vornehmlich Banken und Bankiers im Gegensatz zu den sogenannten Outsiders, dem Publikum. Die Gruppe der übrigen, zumeist an der Börse vertretenen Berufsspekulanten gehört je nach ihrer Tätigkeit bald zu der einen bald zu der anderen Gruppe.[1]) Die ausserordentliche Befähigung der organisierten Spekulation zur Beeinflussung der Gesamtspekulation zeigt uns ihre Stellung im Wirtschaftsleben: Sie sind die Sammelstellen des Geldkapitals, Vermögensverwalter und finanziellen Ratgeber des Landes, und sind selbst meistens mit grosser eigener Kapitalkraft ausgestattet. Sie beherrschen zum grossen Teil den Geld- und Kapitalmarkt eines Landes, indem sie das Geldkapital sowohl den Unternehmungen als auch der Spekulation vermitteln, sie sind mitbestimmend über den Gang des volkswirtschaftlichen Lebens und weitgehend darüber unterrichtet, und sie sind endlich selbst Besitzer grosser Effektenbestände. An der Börse selbst gehören sie ihren verschiedenen Organisationen an, die ihnen im persönlichen Verkehr, im Nachrichtenwesen, in der Benutzung aller zweckdienlichen Einrichtungen grosse Vorteile vermitteln. Die Richtung ihres Einflusses auf die Aktienkursbildung geht auf das Wirtschaftsleben, auf die optimistische Tendenz, auf den Geld- und Kapitalmarkt, auf die Regulierung desjenigen Effektenangebots und der Nachfrage. welche für die Kursbildung in Betracht kommt, sowie schliesslich auf die Kursnotiz selbst.

Um die auf dem Umwege über das Wirtschaftsleben auf die Spekulation und Kursbewegung ausgeübten Einflüsse der organisierten Spekulation zu erkennen, müsste man eigentlich die gesamten Beziehungen zwischen Banken und Wirtschaft aufdecken und untersuchen. Ich begnüge mich hier mit der Hervorhebung der Hauptpunkte. Die Banken sind zum Teil Mitbegründer der Aktien-Unternehmungen, jedenfalls führen sie fast alle Aktien an der Börse ein. Sie sind die finanziellen Berater während der ganzen Lebensdauer einer Aktiengesellschaft, Kreditgeber und Emittenten neuer Aktien; bei evtl. ungünstigem Gange des Unternehmens leiten sie dessen Fusion, Sanierung oder auch Auflösung. Ihr ganzes Finanzgebaren wird durch die Banken auf eine breitere Grundlage gestellt. Der gesamte Kapital- und Geldmarkt wird ihr für die Beschaffung von (flüssigem) Geldkapital zu Betriebszwecken und zur Anlageerweiterung in grosszügiger und leichterer Weise zugänglich gemacht. Ihre Bankverbindung wird um so eher zur Kreditgewährung geneigt sein, als fast zu jeder Zeit die Möglichkeit besteht, denselben durch Ausgabe neuer Aktien oder Obligationen abzudecken und Extragewinne zu erzielen. Als Mitglieder des Aufsichtsrates der Aktiengesellschaft bestimmen die Banken in weiterem Umfang auch das nicht direkt finanzielle Gebaren der Unternehmungen, kontrollieren oder beherrschen gar (— vermittelst ihres

---

[1]) Dieses labile Element unter den Spekulanten ist nicht gesondert behandelt; unter organisierter Spekulation kommen *hier* also nur die Banken und Bankiers als Typus in Betracht. Ich spreche der Kürze wegen vornehmlich von den Banken.

Besitz- und Vertretungsrechtes einer grossen Anzahl Aktien, besonders in der Generalversammlung —) die gesamte Verwaltung des Unternehmens. Der Bankeinfluss zeigt sich hauptsächlich in der Dividenden- und Emissionspolitik, wo vermittelst der Festsetzung von Dividenden und Bezugsrechten ein äusserst wirksamer Druck auf die Kursbewegung der betreffenden Aktien ausgeübt wird. Endlich wäre auch die Konzentrationspolitik[1]) zu erwähnen (Kartelle, Syndikate, Trusts), durch welche indirekt infolge der Beschränkung der industriellen Konkurrenz und im allgemeinen auch einer Stabilisierung des Ertrages der Aktiengesellschaften das Niveau der gesamten betreffenden Aktien erhöht zu werden pflegt.[2])

Häufiger und allgemeiner erkennbar als der sich oft nur hinter den Kulissen abspielende Einfluss der Banken auf das Wirtschaftsleben ist ihre Beförderung der optimistischen Tendenz, was darauf hin abzielt, der Spekulation die Gewinnchancen der Aktien grösser erscheinen zu lassen als sie sind oder doch ihre Wirkung durch häufigere Hervorhebung der günstigen Merkmale zu erhöhen. Die eigene bessere Kenntnis der Chancen und die Stellung der Banken gegenüber der Spekulation ermöglicht ihnen und befähigt sie, diesen Einfluss stark zur Geltung bringen zu können (erfahrungsgemäss [und dem „Gesetz" entsprechend] kauft das Publikum hauptsächlich bei steigenden Kursen. Diese Vorbedingung ist ebenfalls zu erfüllen, worauf unter Punkt III 3 d u. e näher eingegangen wird.) Hier ist von Bedeutung besonders die Beeinflussung der Stimmung der gesamten Börse sowohl wie des Publikums. „Charakteristische Eigentümlichkeiten der Börse sind die hohe Intensität der Motive, durch die das Verhalten der Beteiligten bestimmt wird, und die grosse Solidarität der Börsengemeinschaft, sowie der starke psychologische Druck, den sie auf gewissen Gebieten des Verhaltens . . . auf ihre Mitglieder ausübt."[3]) Es gilt nun, die Gesamtstimmung der Börse auf die übrige Spekulation zu verpflanzen. Das Mittel dazu bietet die Presse.[4]) Jedermann kennt die Bedeutung der Presse für das Urteil der Menge. Die guten oder schlechten Nachrichten, politische, wirtschaftliche, auch persönliche (Harriman's Tod), sowie passende Gerüchte werden je nach Bedarf in einseitiger Beurteilung einmal gebracht oder dutzendfach ausgeschlachtet und mit besonderer Wichtigkeit versehen. Das ceterum censeo der Presse wird schliesslich zum Dogma der Menge. Eine besondere Rolle unter den Veröffentlichungen spielt die Rubrik Vorstands-, Geschäftsberichte und Prospekte. Je dunkler und dabei folgenschwerer die Tatsachen dargestellt werden, um so grösser ist die Wirkung der Grösse X, um so stärker die Wirkung der optimistischen Tendenz. „Insbesondere zeigt es häufig gerade von einer feinen psychologischen Beobachtung, dass

---

[1]) Oft auch durch Ausübung eines starken Druckes auf widerstrebende Aktien-Gesellschaften.

[2]) Der Beweis hierfür ist vom Gegenteil zu erbringen: Der Zerfall der Kartelle etc. ist regelmässig von grossen Kursstürzen begleitet.

[3]) L. v. Petrazycki. a. a. O. S. 11.

[4]) Dass die Presse stark von den Banken abhängig ist, bedarf wohl keiner besonderen Betonung.

man verschiedene unbekannte Grössen in den Prospekten belässt oder in sie hineinbringt."[1]) Die Zeit des Gründungsschwindels war von einer „Virtuosität der Prospektabfassung". — Jedermann weiss, dass die Banken als Kapitalvermittler bei allen Angelegenheiten der Kapitalverwendung eine fast unbegrenzte Autorität im Publikum besitzen. Der Rat der Banken erspart ihm die eigene Schätzung, die ihm noch dazu oft überhaupt unmöglich ist. Und nicht gering ist die Zahl jener Spekulanten, für welche weniger das eigene Urteil als die Kenntnis des Verhaltens der Banken massgebend ist. Beides, Presse sowie mündlicher und schriftlicher Rat, tragen ausserordentlich viel zu dem Verhalten des Publikums in spekulativ bewegten Zeiten bei. Die Uebertreibungen bei solcher Gelegenheit darf man wohl als reine Handlungen im Affekt bezeichnen, die in Verbindung mit der Massenpsychologie jene Erscheinungen zeitigen, wie sie in den meisten Arbeiten über Spekulationskrisen geschildert werden.[2]) Die Wirkung der Beeinflussung der optimistischen Tendenz erfährt eine Verstärkung durch die Fortpflanzung des Preises. Es genügt oft, den Kurs eines Papieres zu heben, damit die ganze Gattung steigt. In der Regel wird hierdurch der Beginn einer allgemeinen Börsenkonjunktur eingeleitet.

Am klarsten dokumentiert sich der Einfluss der organisierten Spekulation (auf die Kursbewegung) auf dem Gebiete des (flüssigen) Geldkapitals, ihrer ureigensten Domäne. Es handelt sich um den Umfang, den Zeitpunkt und die Art und Weise der Kreditgewährung an die Spekulation. Theoretisch beeinflussbar ist der ganze Markt des (flüssigen) Geldkapitals, tatsächlich in Betracht kommt jedoch nur der engere Geldmarkt.[3]) Im Geldmarkt i. w. S. hat auch die Notenbank mitzusprechen, deren Interessen denen der privaten Banken, die Höhe des Diskonts betreffend, entgegengesetzte sind. Auch sind die Mittel, selbst der Grossbanken, zu einer nachhaltigen Beeinflussung des weiteren Geldmarktes nicht ausreichend. Daher treten auch die mehr vom Reichsbankdiskont (und Reichsbank-Lombardsatz) abhängigen Wirkungen auf die Kurshöhe ungehindert zu Tage. So in der Regel bei der Cassaspekulation, deren Zinsbedingungen gewöhnlich im Anschluss an den Reichsbank-Diskont normiert werden. Billiger Zinsfuss involviert schon an sich eine höhere Kapitalisierung der Effektenerträgnisse. Die Leichtigkeit, Effekten auf Kredit zu erwerben, führt alsbald zur Höherbewertung derselben, d. h. zur Steigerung der Kurse. Ein Beispiel dafür: A. leiht sich ein Kapital von M. 100 000, wofür er $3\frac{1}{2}$ % = 3500 M. Zinsen p. a. zu zahlen hat. Er kauft dafür Dividendenpapiere, welche ihm eine 6%ige Rentabilität gewähren, und profitiert dabei 2500 M. p. a. Da nun A. diese Art der Kapitalanlage nicht allein macht, sondern in Konkurrenz mit B. C. D. usw., so lässt sich mit Sicherheit erwarten, dass 1) infolge steigender Nachfrage der Preis des Leihkapitals und 2) aus demselben Grunde der Kurs des

[1]) L. v. Petrazycki a. a. O. S. 87.

[2]) Vgl. Schmollers Grundriss. II. S. 476.

[3]) Prion („Das deutsche Wechseldiskontgeschäft" Leipzig 1907, Seite 59 zitiert von Spiethoff) hat festgestellt, das der Privatdiskont aus einer Verständigung weniger führender Banken hervorgeht, je nach ihrem Interesse.

hochrentierenden Effekts steigen, dagegen die Rente selbst (ceteris paribus) sich ermässigen wird. Durch Steigerung des Kapitalleihpreises wird der Abstand zwischen Darlehnszins auf der einen Seite und Rente des erworbenen oder zu erwerbenden Effektes auf der anderen Seite immer geringer. Aber da billiges Leihkapital nicht allein zu Anlage- und Spekulationskäufen in Effekten, sondern auch zur Kapitalanlage in den Unternehmungen selbst, zur Betriebsausdehnung, grösseren Produktion, m. a. W. zu lebhafterem Gange in der ganzen Volkswirtschaft stimuliert, so hat das in der Regel wieder zur Folge, dass die Spekulation in Erwartung höherer Erträgnisse der Unternehmungen die Kurse der Effekten weiter in die Höhe setzt. Der kursdrückende Einfluss der Diskontsteigerung an sich allein ist allerdings so wenig bemerkbar, weil er von der steigernden Wirkung der wachsenden Gewinnrate in der Regel übertroffen wird, und weil der Diskont nur jene Aktienkäufer stärker bestimmen kann, welche mit solchem Leihkapital kaufen wollen, dessen Verzinsung nach der Höhe des Reichsbankdiskonts berechnet wird. Das trifft meistens bei der Kassaspekulation zu. Aber für diese sowohl wie auch für die Terminsspekulation ist weniger die Höhe der Zinsen als die Höhe des gewährten Kredits massgebend. Jede um 1 % geringere Deckung für Spekulationskäufe erweitert den Kreis der Spekulanten und zieht eine grössere, aber kapitalschwächere Schicht des Publikums heran. Gerade für diesen Teil der Spekulanten ist die Höhe der Effektenbeleihung ein Antrieb, Verpflichtungen leichtsinniger einzugehen und länger zu halten. Dieser Umstand mehrt in der Krisis die privatwirtschaftlichen Kapitalverluste gerade der kleinen Leute.[1]) Zur Zeit verlangen unsere Grossbanken gewöhnlich eine Minimalandeckung von 20 bis 30 % und belasten den Käufer für den Rest von 70 bis 80 % auf Kontokorrentkonto. Nicht gering ist aber noch die Zahl jener Bankinstitute, welche Spekulationskäufe mit einer bis zu 5 % herabgehenden Risikomarge ausführen. Letzteres ist mit eine Folge der Bankenkonzentration, welche den kleinen Bankier nötigt, „kulante“ Bedingungen zu stellen oder das Geschäft an die billiger arbeitende Grossbank abzugeben. — Weniger gleichgültig und passiv (in der Höhe der Kreditgewährung und Berechnung des Zinses) als dem Kassageschäft stehen die Banken dem Termingeschäft gegenüber. Die Gründe dafür sind folgende: Einmal ist der Terminmarkt der Hauptspekulationsmarkt und an sich von massgebender Bedeutung für das „Detailgeschäft“ des Kassamarktes. Sodann wird die Verwendung von Geldkapital für die Terminspekulation wegen ihrer leichteren Realisierbarkeit zu den sog. liquiden Anlagen gerechnet; ferner ist hier die Höhe des Zinsfusses von ganz anderer Beeinflussungskraft auf die Richtung der Spekulation als im Kassageschäft, und endlich steht den Banken oft und reichlich solches kurzfristiges Kapital zur Verfügung (resp. wissen sie es sich billig zu beschaffen), das für die Verwendung als Betriebskapital für die Terminspekulation sehr geeignet und gewinnbringend erscheint.

---

[1]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 78—80.

Die Kreditgewährung an die Terminspekulation ist wegen der Vorzüge dieser Kapitalverwendung liberaler und nimmt auch — infolge der grösseren Objekte (in der Regel M. 15 000.— und das Vielfache bei Aktien) — einen grösseren Umfang ein. Ihre Bedeutung dokumentiert sich durch die Zahlen des Reportgeschäfts. Vgl Tab. III. 2. Hier ist nur für das Risiko der Kursdifferenz Sicherheit zu leisten, deren Höhe sich wiederum differenziert nach der Qualität und Verkäuflichkeit der Effekten und der Kapitalkraft der Spekulanten. Die Deckungsquote ist geringer als bei der Kassaspekulation, welche sofort bei Eingang des Engagements mit dem ganzen Kaufpreise belastet wird.

Das Kapital,[1]) welches für die Terminspekulation in Frage kommt, ist kurzfristiges und zwar hauptsächlich 1) Ultimogeld,[2]) 2) Geld mit täglicher Kündigung und 3) fixes Geld, welches bis zu einem festen Termin gegeben wird.

ad 1) Ultimogeld ist von Ultimo zu Ultimo kündbar; es wird in der Regel von den Banken aufgenommen und im Wege der Reportierung verliehen. Der Satz für Ultimogeld schwankt, er steht gewöhnlich niedriger als der Reportgeldsatz und niedriger als der Reichsbanklombardsatz (aber über dem Privatdiskont), da es sonst für die Spekulationsvermittler nicht lohnend wäre, mit geliehenem Ultimogeld fremde Engagements zu reportieren.

ad 2) „Tägliches Geld“ wird gegen Verpfändung von Wertpapieren oder Wechseln meist von den Grossbanken an die übrige Börsenspekulation (natürlich auch zu anderen Zwecken) fortgegeben. Sein Zinssatz steht in der Regel unter dem Privatdiskont, steigt aber vor Ultimo und Emissionen, — wenn es nicht gerade künstlich billig erhalten wird —, infolge des steigenden Spekulationsbedarfes erheblich. (Das tägliche Geld wechselt beständig mit den andern kurzfristigen Anlagen, d. h. geht in andere Verwendung über, sobald der Termin seiner endgültigen Verwendung herangekommen ist.)

ad 3) „Fixes Geld“ wird besonders von solchen Instituten gegeben, welche bis zu einem bestimmten Zeitpunkte flüssige Mittel verfügbar haben. Abnehmer desselben sind besonders die Grossbanken (gegen Wechsellombard). Die Mittel, welche die Banken für die Kreditgewährung an die Spekulanten zur Verfügung haben, sind also in erster Linie Ulitmogeld, fixes Geld, ihre eigenen freien Kapitalien (aus Depositen u. dgl.) und solche des Auslandes, welche sich der Bankenvermittelung bedienen, und schliesslich bei weiterem Bedarf solche Kapitalien, welche durch Acceptkredit oder Rediskont aus dem Geldmarkte aufgenommen werden. Ausgeliehen werden diese Mittel an die Spekulanten in der Hauptsache durch Darlehen von täglichem Geld und Reportierung. Es kommt aber auch nicht selten vor, dass der Grossspekulant an der Börse selbst Ultimogeld aufnimmt und damit die gekauften Effekten bezahlt. Gewöhnlich tut er es durch die Bank, welche seine Geschäfte vermittelt. Je stärker die Hausse ist, um so

---

[1]) Für den folgenden Abschnitt s. Riesser a. a. O. S. 241 ff.

[2]) „Geld“ hier im Sinne von kurzfristigem Leihkapital.

höher wird der Satz für Ultimogeld sein und umgekehrt. Die Beeinflussung des Spekulationsmarktes seitens der grossen Geldgeber geschieht sowohl durch bereitwillige Reportierung, als auch durch billiges Ausleihen von täglichem Gelde. An der Bewegung des Zinsfusses für letztere Geldart und an der relativen Höhe der Reportkonti der Banken kann man also den Einfluss der Kreditgeber studieren. Interessante Belege bieten einige Fälle aus den Jahren 1906 und 1907. vgl. Tabelle: III 2; 3; 4. und S. 77 ff.

Der Acceptkredit wird von den Banken selbst benutzt, so lange es ihnen gewinnbringender (resp. billiger) ist, vom Wechselmarkt Geld zu entnehmen, als ihre übrigen Mittel der Spekulation auszuleihen. In der Regel rediskontieren die Banken ihre privatdiskontfähigen Wechsel (meistens mit der Unterschrift einer Bank, sogenannte Finanztratten) fast nur im Auslande oder an ihre Kundschaft. „Bankaccepte werden oft in recht hohen Beträgen dazu benutzt, mit dem Kredit der Banken Börsengeschäfte zu machen, überhaupt ganz allgemein den kleinen Bankfirmen die Mittel zum Betriebe zu verschaffen. Die Accepte der letzten Art (d. h. der hier erwähnten Art) spielen bei den Berliner Banken eine ganz überwiegende Rolle“ . . .[1]) Der Weg, durch Diskontierung Kapital aus dem Wechselmarkt auf den Spekulationsmarkt zu übertragen, wird in Zeiten noch relativ niedrigen Privatdiskonts gern beschritten.[2]) Hier erweist sich die Konkurrenz des Repotgeschäfts um das kurzfristige Kapital gegenüber dem Diskontgeschäft als ein volkswirtschaftlicher Schaden. Ohne diese letzte Wirkung ist die Verwendung des täglichen Geldes für Spekulationszwecke. In die Kategorie *dieses* Leihkapitals gehören fast nur solche „Gelder“, welche für kürzeste Zeit verfügbar sind und deren Anlage im Diskontgeschäft nicht in Frage steht. (Kurz vor der Dividendenzahlung, vor grösseren Einzahlungen auf Emissionen, vor Quartalsschluss, „Gelder“ der Hypotheken und Versicherungsbanken, deren Verwendung unmittelbar bevorsteht.) Ist der Satz für tägliches Geld jedoch höher als der Privatdiskont, so ist eine Beeinflussung desselben — wenn auch selten vorkommend — möglich.[3]) Zur Illustration der Wirkung der verschiedenen kurzfristigen Leihkapitalarten auf den Aktien-Kurs folgen einige Daten aus den Jahren 1906/7. Vgl. Tab. III 1; 3; 4 und S. 77 ff.

---

## Regulierung von Angebot und Nachfrage in Effekten.

Infolge ihrer Stellung zur Industrie einerseits und zu den Anlagekapitalisten und Spekulanten andererseits ist auch die Regulierung von

[1]) Jeidels. a. a. O. S. 37/8, vgl. auch derselbe S. 62.

[2]) Daher wirkt auch das Steigen des Privatdiskonts auf die Börsenstimmung deprimierend! Vgl. Robert Franz a. a. O. S. 572.

[3]) E. N. Weill a. a. O. S. 11/12.

Effektenangebot und -Nachfrage in die Hand der Banken gelegt.[1]) Sie geschieht vermittelst der Kompensation der Kommissions-Geschäfte, der Eigengeschäfte unter Benutzung des eigenen Effektenbestandes und durch Emission. Das Effektenkommissionsgeschäft ist mit der fortschreitenden Konzentration im Bankwesen ein Quasimonopol weniger Grossbanken geworden. Sie betreiben dieses Geschäft wie jeder ordentliche Kaufmann, der zugleich Kommissionär und Eigenhändler ist. Bei niedrigen Kursen (d. h. im Sinne von billig im Verhältnis zum „inneren" Wert der Effekten) vergrössern sie ihren Effektenbestand (Lager) und geben bei hohen Kursen daraus ab. Da sich Kauf- und Verkaufsaufträge bei der Bank vereinigen, ist es ein leichtes, durch die an die Börse gegebenen Aufträge, welche ja allein für die amtliche Kursfeststellung in Betracht kommen, den Kurs zu heben oder zu senken, und zu dem so gemachten Kurse den eigenen Bestand zu vergrössern oder zu verringern. In gewissen Papieren (besonders kleineren Aktien-Gesellschaften, Industrie- und Stadtobligationen) besitzt jede Grossbank des Börsenplatzes ein faktisches Preismonopol. Die Kursregulierung geschieht durchaus nicht immer im Interesse der Banken allein. Wenn sie auch in erster Linie aus diesem Grunde betrieben wird, so hat sie doch auch die Wirkung, übertriebene, ungerechtfertigte Kurssprünge zu verhindern und seriöse Aktionäre vor Beunruhigung zu schützen. Man sieht das deutlich an den Bankaktien selbst, welche dadurch fast zum soliden Anlagepapier geworden sind, und am besten an der wohltätigenWirkung der Stabilisierung des Kurses beiPfandbriefen, Staatsanleihen u. dgl. Ist es einer Bank gelungen, ihren Bestand an Aktien irgend einer ihnen nahestehenden Gesellschaft zu günstigen Kursen an das Publikum zu verkaufen, und betseht die Möglichkeit, den Einfluss auf das betreffende Unternehmen zu verlieren, so ist es der Bank gewöhnlich nicht schwer, ihren Aktien-Bestand durch Emission wieder auf günstige Weise auffüllen zu können. Dieser Fall tritt meistens in günstiger Wirtschaftskonjunktur, bei an sich stärkerem wirtschaftlichem Kapitalbedarf und gleichzeitig starker Wirkung der optimistischen Tendenz ein. Bei nicht vorhandenem Kapitalbedarf der betreffenden einzelnen Aktiengesellschaft besteht allerdings die Gefahr, dass bei in Aussicht stehendem grossem Agiogewinn dem Unternehmen Kapital „aufgedrungen" wird.

Abgesehen von dieser meist berechtigten und nützlichen Kursregulierung ist auch die Kursnotiz selbst beeinflussbar und nicht ein Ergebnis des gesamten Angebots und der gesamten Nachfrage an der Börse. Es sind direkte Abweichungen von der Wahrheit des Kurszettels vorhanden.[2]) Ohne näher hierauf einzugehen, erwähne ich nur

[1]) Es henbach im Handwörterbuch der Staatswissenschaften VI. „Kursbildung bei Aktien ist heute ungleich weniger das Produkt des wirklichen Angebots und Nachfrage, wie vielmehr fast ausschliesslich der betätigte Spekulationswille desjenigen Bankhauses, welches Emissionshaus der betreffenden Gesellschaft ist. Kleine Bankhäuser haben kleine, grosse Bankhäuser grosse Gesellschaften in dieser Weise an der Hand, die sie durch Aufsichtsrat und Direktion, deren Mitglieder und Quasivorgesetzte sie sind, beherrschen".

[2]) Vgl. Wermert a. a. O. S. 640 ff; Riesser. a. a. O. S. 308/9 u. 582/3, Deutscher Ökonomist 1906. S. 609.

den sogenannten Ausweichekurs (besonders bei wenig gehandelten Papieren), die Nichtberücksichtigung sämtlicher an den betreffenden Tagen abgeschlossener Börsengeschäfte (besonders im Termin- und freien Grossverkehr) und schliesslich die Scheinumsätze zwischen Interessenten. Viele der obigen Abweichungen haben ihre Ursache in dem Interessenkonflikt der in einer Person vereinigten Stellungen als Kommissionär und Eigenhändler.

Aus dem Bisherigen könnte es fast scheinen, als ob der Einfluss der organisierten Spekulation auf die Kursbewegung der Aktien ein fast unbegrenzter wäre. In Wirklichkeit sind ihm gewisse nicht übersteigbare Schranken gesetzt. Auch die Banken schwimmen nicht gegen den Strom. Sie gehen mit den grossen Bewegungen des Wirtschaftslebens mit, und innerhalb dieser betätigt sich ihr Einfluss. Er ist, wenn er der Richtung des Wirtschaftslebens entgegengesetzt ist, nur von kurzer Dauer, mehr hemmend als verhindernd. Die optimistische Tendenz kann nicht negiert werden, wenn von den Banken unabhängige Ereignisse sie befördern. Die Beeinflussung des Geld- und Kapitalmarktes ist an die Summe des den Banken zur Verfügung stehenden geeigneten Kapitals gebunden, ebenso die Kursregulierung und Kursnotiz an den Geschäftsumfang der betreffenden Börse, die gesetzlichen Vorschriften und Usancen. Setzen sich die Banken mit diesen Tatsachen in Widerspruch, so werden sie unfehlbar von der Macht derselben überrannt, geht ihr Einfluss dagegen mit diesen Tatsachen parallel, so kann er dadurch eine ausserordentliche Verstärkung erfahren.

Die Geschichte des Bankwesens zeigt die Bedeutung der Widerstände an den Folgen ihrer Nichtbeachtung. Die sogenannten Crédit-Mobilierbanken erlitten in den Krisen der 1850er und 1870er Jahre alle durchweg so starke Verluste, dass viele von ihnen fallierten, andere ihr Aktienkapital reduzieren mussten.[1]) Die Banken vergassen ganz die Wellenbewegung des Wirtschaftslebens und unterlagen damals selbst dem Einfluss der optimistischen Tendenz, indem sie selbst im Uebermass gründeten und spekulierten. Sie hatten bei der Festlegung des verfügbaren Geldkapitals übersehen, dass der Bestand desselben erschöpfbar wäre, dass der Kapitalmangel auch sie selbst zum Einhalten zwingen müsste. Sie dachten nicht daran, dass die Wirkung der Massenpsychologie, die ihnen vorher Riesengewinne hatte verschaffen helfen, ihnen bei etwaigen ungünstigen Ereignissen gefährlich werden könnte.

Im einzelnen lässt sich über die Widerstände etwa folgendes bemerken. Neben der geringen Uebersichtlichkeit des Verlaufes des gesamten volkswirtschaftlichen Lebens ist es besonders das eigenmächtige, dem Bankinteresse entgegengesetzte Vorgehen der Leitung der Einzelunternehmung, welches auch den Bankeinfluss auf die Kursbewegung der betreffenden Aktien durchkreuzt. Dies geschieht häufig dann, wenn die Leitung des Unternehmens selbst an der Spekulation in ihren eigenen Aktien beteiligt ist. Alsdann besteht die grosse Gefahr,

---

[1]) Vgl. hierzu Neuwirth, Spekulationskrisis S. 22; ferner Ehrenberg a. a. O. S. 85—90, 100—104.

dass nicht die Spekulation nach dem Geschäftsgange des Unternehmens, sondern letzterer zu Gunsten der ersteren geführt wird.[1]) Kurz, die Leitung übernimmt selbst die Rolle des Beeinflussenden, und die Bank kann, ebenso wie das Publikum, selbst der Beeinflusste werden. Die Mittel dazu sind im kleineren Massstabe dieselben, wie sie die organisierte Spekulation zurAnwendung bringt. Der Zweck dieser Mittel läuft zumeist darauf hinaus, die Wirkung der optimistischen Tendenz im Publikum zu steigern. Im geeigneten Zeitpunkt ist ihr Erfolg der, dass die Aktien auf einen Kurs getrieben werden, welcher den augenblicklichen Verhältnissen etwa entspricht, nicht aber dem Erträgnis und den Aussichten der folgenden Jahre.[2]) Vgl. Tab. II, 4. Beim Hinzutreten massenpsychologischer Wirkungen geschieht es aber besonders in den Vorstadien der Börsenkrisis, dass die vereinte Wirkung von optimistischer Tendenz und Massenpsychologie auch den Banken über den Kopf wächst. Dann wird —bei Erkenntnis der Sachlage — von Privat- und Notenbanken gewarnt, in den meisten Fällen jedoch zu spät oder mit geringem Erfolge.[3]) Die Banken haben zu solcher Zeit gewöhnlich ihre eigenen flüssigen Mittel zu sehr festgelegt, um durch ernstgemeinte Massnahmen die Spekulation einschränken zu können.

Die Verhältnisse des Geld- und Kapitalmarktes endlich sind die Hauptschranke gegen einen allmächtigen Einfluss der organisierten Spekulation. Da der weitaus grösste Teil der Spekulation auf Kredit basiert, so liegt in der Grenze der Kapitalkraft auch die Grenze des diesbezgl. Einflusses. Je grösser also der Markt und das Kapital einer Aktie, um so unzulänglicher ist die Kapitalkraft des Einzelnen und um so leichter macht die Arbitrage etwaige Einflüsse der einen Börse zu nichte. Immer wieder sind Banken an der Ueberschreitung dieser Grenze zu Grunde gegangen.[4]) Der Fehler liegt in der Nichtbeachtung des Hauptbankgesetzes: „Nach der Art und Beschaffenheit der Passivgeschäfte einer Bank müssen sich ihre Aktivgeschäfte richten.“[5]) Der Spekulationskredit aber stellt sich gerade zur Zeit des Umschlagens der Hausse in die Baisse (resp. Krisis) oft als lange Zeit unrealisierbar heraus. Das mussten die Wiener Banken in der 1870er Krisis sogar am Reportkredit erfahren. Nun bleibt zwar neben dem (flüssigen) Geldkapital des Inlandes noch die Hilfe des Auslandes. Wie unsicher diese ist, lehrte noch kürzlich die Kapitalentziehung der Pariser Banken kurz vor der Marokkokrise 1911. In der Not ist sich jeder selbst der Nächste.

---

[1]) Bachmann a. a. O. S. 121. Lindenberg a. a. O. S. 28: „Wer in Aktienspekulationen beteiligt ist, verliert das Interesse und auch das Verständnis für das langsame solide Gebaren, welches beim Betrieb erforderlich ist, und wenn die Direktion Agiotage gar in eigenen Aktien treibt oder so engagiert ist, dass sie Rücksicht darauf nehmen muss, dann sind Fehltritte unausbleiblich . . .“ (Ansicht Straussbergs, des Eisenbahngründers der 1870er Jahre.)

[2]) Vgl. Lindenberg a. a. O. S. 13 — s. die Kurse von 1905/6.

[3]) Z. B. waren i. J. 1900 die Warnungen von Miquel und der Banken vor spekulativen Uebertreibungen ohne Erfolg.

[4]) Ein hervorragendes Beispiel der neuesten Zeit ist das Schicksal der 1901 zusammengebrochenen Leipziger Bank.

[5]) Wagner, Colleg 1909.

Was im vorhergehenden Abschnitt III 3 über die Preisbewegung der Aktien nach oben gesagt wurde, gilt cum grano salis unter umgekehrten Verhältnissen für die sinkende Kursbewegung. Das allgemeine Interesse der Anlagekapitalisten, Spekulanten und Spekulationsvermittler ist in der Regel mehr auf die Kurssteigerung gerichtet. Das Sinken der Kurse ist zumeist in den wirtschaftlichen Verhältnissen begründet, welche von der Baissespekulation eskomptiert werden. Eine Beeinflussung durch die organisierte Spekulation in *dieser* Richtung findet im grösseren Massstabe nur relativ selten statt. (Z. B. um einen Druck auf die Minderheit der Aktionäre auszuüben, den Wünschen der Mehrheit zu willfahren. Fusion, Zuzahlung u. dgl.)

---

# Beziehungen der Effektenspekulation zum Geld- und Kapitalmarkt.

Die Folgen der Effektenspekulation zeigen sich im inländischen Geld- und Kapitalmarkt[1]) rein äusserlich zunächst in einer beständigen Bewegung von Geldkapital. (Vgl. das Schema Seite 21.) Bei der heutigen Ausdehnung der Börse beträgt der Kapitalwert der täglich gehandelten Effekten viele Millionen Mark. Das bei diesem Besitzwechsel vom Effektenkäufer auf den Verkäufer übergehende Geldkapital ist gleich der Summe aller valutierten Geschäfte. Bei jedem Besitzwechsel von Effekten kommt nicht deren konstanter Nominalwert, sondern ihr beweglicher Effektiv- oder Kurswert zur Geltung. Verkauft A. an B. 10 000 M. Phönix-Aktien zum Kurse von 260 %, so erhält er dafür von B. den Kursgegenwert von 26 000 M. in Geldkapital. Für diesen Vorgang der Uebertragung des Kurswertes in Geldkapital im Augenblick und zum Zwecke der Erfüllung eines Effektengeschäfts hat Eberstadt den betreffenden Ausdruck „Kursvalutierung" geschaffen. Er bedeutet also Hergabe der Valuta des Kurses eines im Besitzwechsel befindlichen Effekts in Geldkapital. Kursvalutierung findet demnach *nicht* statt, solange ein Effektengeschäft nicht effektiv erfüllt wird, z. B. beim Terminggeschäft an der Berliner Börse nicht *vor* dem Zahlungstage am Ultimo, dgl. nicht bei abandonnierten Prämiengeschäften.[2]) In dem Umstande der subjektiven Bewertung von Aktien (besonders seitens der Spekulation) liegt die Gefahr des Irrtums, so dass die Kurse den sogenannten inneren Wert des Effekts bald übersteigen, bald hinter ihm zurückbleiben können. Die Valutierung eines solchen zu hohen bezw. zu niedrigen Kurses nenne ich kurz „Uebervalutierung" bzw. „Untervalutierung."[3])

---

[1]) Die internationalen Einflüsse auf die inländische Effektenspekulation bezw. den inländischen Geld- und Kapitalmarkt sind hier nicht näher behandelt. Sie wirken bald verstärkend bald hemmend, bringen volkswirtschaftliche Kapitalgewinne oder -Verluste.

[2]) Die Valutierung ist von der Art der Ausführung der Kapitalhingabe (Verrechnung u. dgl.) völlig unabhängig.

[3]) Man könnte ebenso gut sagen „teuer resp. billig kaufen", doch wäre damit noch nicht die Tatsache der Bezahlung im Augenblick der Kapitalhingabe so klar ausgedrückt.

Die Kursnotierung an der Berliner Börse ist der sogen. Einheitskurs. Dieser wird zwar in der Mehrzahl der Fälle auch valutiert, aber nur von einem Teile der gleichzeitigen Effektennachfrage. Daraus geht hervor, dass die Kursvalutierung mit der Kursnotiz nur soviel zu tun hat, wie für letztere der Gegenwert in Geldkapital auch wirklich geleistet wird.

Nur die valutierte Kursnotiz hat für die Bewegung von Geldkapital Bedeutung und zwar in voller Höhe der Valuta, unabhängig von jeder Beschleunigung oder Verrechnung des betreffenden Umsatzes. Zur Erklärung dieser Behauptung diene folgendes Beispiel:

Die Spekulanten A. und B. haben jeder ein Konto bei der X-Bank und zwar:

A. schuldet der X-Bank M. 20 000, wogegen er ein Depot von M. 30 000 Aktien à 100 % = eff. Wert M. 30 000 hat. B. hat ein Guthaben von M. 10 000 bei der X-Bank.

### I. Bank-Bilanz.

| Aktiva. | Passiva. |
|---|---|
| Debitor A. M. 20 000,— | Kreditor B. M. 10 000,— |
| Depot M. 30 000,— | kein Depot. |

A. verkauft die Effekten an B; A. erhält M. 30 000,— gutgeschrieben, B. wird mit M. 30 000,— belastet.

### II. Bank-Bilanz.

| Aktiva. | Passiva. |
|---|---|
| Debitor B. M. 20 000,— | Kreditor A. M. 10 000,— |
| Depot M. 30 000,— | kein Depot. |

Die ganze Valuta des Besitzwechsels ist übertragen worden, obgleich nicht eine einzige Banknote dazu benötigt worden ist, obgleich ferner die Uebertragung die denkbar einfachste und schnellste gewesen ist. Aus dem Beispiel geht aber ferner hervor, dass B. *vorher* Mark 10 000 Geldkapital bereitstellen musste und dass A. erst *nach* dem Effektenverkauf über seine M. 10 000 frei verfügen konnte, ohne weiteren Bankkredit in Anspruch zu nehmen. Die Schnelligkeit des Umsatzes erspart etwaiges Dazwischentreten von Kredit, und die Verrechnung erspart den Gebrauch von Geld i. e. S. Aber schon die Haltung eines Spekulationsguthabens verhindert, vom Standpunkt des Spekulanten aus ganz, von Bankseite aus (— da dasselbe an jedem Tage in Anspruch genommen werden kann —) teilweise eine anderweitige längere Verwendung des betreffenden Kapitals. Das Geldkapital, welches der Effektenbesitzwechsel in Bewegung hält und einer anderen Verwendung als der im Spekulationsgeschäft entzieht, nenne ich Spekulationsbetriebskapital.

Der nicht spekulative Besitzwechsel ernst als Anlage gemeinter seriöser Effektenkäufer und -Verkäufer bildet im Verhältnis zum Besitzwechsel der Spekulanten nur einen so kleinen Bruchteil des Gesamtumsatzes (Bachmann meint 1/145, was wohl doch etwas zu niedrig gegriffen ist), dass dadurch die obige Bezeichnung gerechtfertigt er-

scheint.[1]) Die Spekulationsabsicht bestimmt dieses Kapital eben zur Ausführung der Spekulation (zum Betriebe des Spekulationsgeschäfts). Es liegt im Wunsche des Spekulanten, dass das von ihm hergegebene Kapital auch flüssig erhalten bleibt und ihm beim Verkauf seiner Aktien eben so leicht wieder zuströmt, wie er es hingegeben hatte. Je länger aber das Effekt im Besitze des Spekulanten bleibt, um so grösser ist die Gefahr, dass das von ihm hingegebene (flüssige) Geldkapital von seinem neuen Besitzer inzwischen zu fester Anlage verwendet wird. Durch das einmal emittierte Effekt selbst wird das Geldkapital nicht zum zweitenmale in Anlagekapital verwandelt, wie lange auch der Besitz des Spekulanten dauern möge. Dagegen kann das in anderen Besitz übergegangene Spekulationsbetriebskapital (vom Effektenververkäufer) inzwischen durch Kauf neu emittierter Effekten oder auf anderem Wege (Kreditgewährung oder eigene Schaffung von stehendem Kapital) zu Anlagekapital verwandelt werden.

Das Spekulationsbetriebskapital wird nach vollzogener Uebertragung auf den neuen Besitzer für diesen wieder frei verfügbar. Es braucht dem Geldmarkte nur solange entzogen zu sein, wie es sich in der Uebertragungstätigkeit befindet, d. h. in der Regel bis zu 3 Tagen.

Entsprechend den verschiedenen Stadien ihres Auftretens (Hausse, Baisse, Depression etc.) hat die Effektenspekulation auf dem Markte des Geldkapitals nicht immer den gleichen Einfluss. Bei wenig schwankenden Kursen, angemessen gleichmässigen Umsätzen und ohne wesentliche Neuemissionen ist das in der Spekulation investierte Geldkapital eine annähernd konstante Grösse, die auf den Kapital- und Geldmarkt weiter keine fühlbare Wirkung ausübt. Für die Dauer ist aber solch ein stabiler Zustand unmöglich, da es eine längere Ruhepause im Wirtschaftsleben nicht gibt und die Spekulation ohne die Wertbewegung keine Daseinsberechtigung hat. Das Normale ist die Kursschwankung, daher eine Zu- oder Abnahme der Spekulationsgeschäfte an Zahl und Umfang. Infolgedessen werden auch von der Spekulation zu verschiedenen Zeiten verschieden grosse Mengen von Betriebskapital in Bewegung gehalten.

Während einer Periode allgemeiner Kurssteigerung strömen der Spekulation neue Teilnehmer und damit auch neues Geldkapital zu. Der Begehr nach Effekten steigert sofort deren Kurswert, sobald das Angebot zum alten Kurse die Nachfrage nicht mehr befriedigen kann. Die Kurssteigerung an sich ist gleichbedeutend mit einer Vermehrung des Materialangebots (= Kapitalnachfrage). Denn für den neuen Effektenkäufer macht es in der Kapitalhingabe keinen Unterschied, ob er nom. M. 3000, Aktien à 100 % = eff. M. 3000 oder nom. M. 2000 Aktien à 150 % = eff. M. 3000 kauft. In der Schaffung einer vergrösserten Möglichkeit der Kapitalverwendung ist *jede* höhere Kursnotitz wirksam, in der Steigerung von wirklicher

---

[1]) Aus demselben Grunde des weit überwiegenden spekulativen Besitzwechsels, der ja mit kurzfristigem Geldkapital arbeitet, kommen für die durch den Effektenbesitzwechsel hervorgerufenen Kapitalbewegungen fast nur die Verhältnisse des Geldmarktes in Betracht. Vgl. das Schema Seite 21.

Kapitalverwendung jedoch nur die valutierte Kursnotiz. Während in ruhiger Zeit die Menge des (sog. flottanten) Effektenmaterials für Spekulationszwecke eie ziemlich gleichbleibende ist, lockt die Kurssteigerung viel Material, das früher im Tresor lag, zum Verkauf hervor. Da öffnen sich hauptsächlich die sogen. eigenen Effektenbestände der Banken. Auch der Kapitalist, der Effekten der Rente wegen besitzt, wird oft leichter geneigt sein, sich von seinem hochbewerteten Besitze loszusagen. Ueber das Effektenangebot hinaus aber wächst die Nachfrage. Oft genügen kleine Beträge, um welche die Nachfrage das Angebot übersteigt, um den Kurs bedeutend zu heben. Dasselbe Geldkapital, welches bei früher niedrigen Kursen zur Valutierung genügte, reicht jetzt nicht mehr dazu aus. Jeder neue Kauf erfordert eine um die Kurssteigerung erhöhte Flüssigmachung von Geldkapital. Das Betriebskapital wird zu klein in Anbetracht der durch den gestiegenen Materialwert vergrösserten Umsätze. Aus psychologischen Gründen führt die allgemeine Kurserhöhung zu einer abermaligen Vergrösserung des Gesamtumfanges der Umsätze und somit der Bindung von Geldkapital, nicht nur durch die Zunahme der Spekulationsteilnehmer an Zahl, sondern auch die bedeutend regere, beschleunigte Betätigung jedes einzelnen Spekulanten.

In einer Periode fortgesetzter, sprunghafter Kurssteigerung, der Hausse, treten dieWirkungen der Effektenspekulation auf den Kapital- und Geldmarkt in verstärktem Masse in Erscheinung. Die Käuferschicht mehrt sich aus allen, selbst den am wenigsten zur Spekulation berufenen Volksklassen. Die Zahl der Verkäufer wird im Verhältnis zu jenen geringer und ist schliesslich fast nur noch auf die organisierte Spekulation beschränkt. Der Kurswert des gesamten Aktienmaterials erhöht sich bisweilen, je nach der Dauer und Stärke der Hausse bis um $\frac{1}{3}$ vom früheren Gesamtwerte, bei einzelnen Papieren sogar um das Vielfache. Vgl. Tab. II 4. Kurse von 1905; 1902. Bei den am meisten bevorzugten Spekulationseffekten geht der Kurswert bald über den sogen. inneren Wert hinaus. Die Wirkungen der Uebervalutierung auf den Zustand des Geldkapitals sind gegenüber der dem „inneren“ Wert entsprechenden Valutierung gesteigerte. Es ist klar, dass die grösseren Objekte während des Besitzwechsels eine stärkere Kapitalverschiebung zur Folge haben müssen. Viel wichtiger aber noch ist die soziale Wirkug der Uebervalutierung. Der Käufer des überwerteten Effekts erwirbt gegen sein vollwertiges Geldkapital einen Besitztitel, dessen „innerer“ Wert die dafür hingegebene Valuta nicht aufwiegt. Der nicht vorhandene, im Kurse valutierte „Mehrwert“ (die sich später als nicht vorhanden erweisende kapitalisierte Gewinnchance) ist rein eingebildetes (Illusions-) Kapital und bleibt es auch in den Händen des jeweiligen Besitzers. Uebersteigt die Valutierung den „inneren“ Wert, so ist jeder spekulative Kapitalgewinn des Effektenverkäufers, der sich ja nur im Besitzwechsel realisiert, gleichzeitig ein Verlust des betreffenden Käufers. Der Verlust tritt nicht erst ein, wenn im Moment des Kursfalles das Effekt sich als minderwertig (gegenüber der Bezahlung) erweist, sondern bereits beim Kaufabschluss, indem der

Käufer für die Hingabe von vollwertigem Geldkapital eine in Wirklichkeit nicht existierende kapitalistische Chance erwirbt.

Die Menge des Materials, welches von neuem der Spekulation zugänglich wird, nimmt in der Hausse ausserordentlich zu, um so mehr vermindert sich die Qualität desselben. Bei dem herrschenden blinden Optimismus treten selbst solche Papiere auf den Plan, die sonst unverkäuflich sind und eine nüchterne Beurteilung nicht aushalten würden. (Bubles als Typus in England.) Immer mehr seriöse Aktionäre nehmen die Gelegenheit wahr, ihren hochbewerteten Besitz gegen die von der Spekulation vernachlässigten Staatsfonds umzutauschen oder in anderer sicherer Weise anzulegen. Noch stärker ist der Zufluss an Spekulationsmaterial durch das Ueberhandnehmen der Emissionen.

Menge und Wert der Effekten, vor allem aber die Zunahme und beschleunigte Aufeinanderfolge der Umsätze und der häufige Wechsel in Art und Umfang der Spekulationsobjekte erfordern auch eine grössere Kapitalbereitschaft zum Abschluss neuer Geschäfte. Da in Hausseperioden viele Spekulanten täglich Geschäfte abschliessen, die Erledigung derselben sich im Kassageschäft sogar bis zu drei Tagen hinziehen kann, so muss an Betriebskapital mindestens eine über den täglichen durchschnittlichen Umsatz hinausgehende, wahrscheinlich aber eine dem Umsatz von 2—3 Tagen entsprechende Menge während der Zeit des Abschlusses bis zur Erfüllung im Flusse sein. Alles läuft schliesslich darauf hinaus, die Gesamtsumme der Umsätze ausserordentlich zu steigern, die schnelle, kapitalersparende Kompensation der Uebertragungen unregelmässiger zu machen, d. h. also, das Betriebskapital länger im Banne zu halten.[1])

Mit Eberstadt stimme ich darin überein, dass der Wert der Spekulationsumsätze in Haussen einen grösseren Zuwachs durch die Kurssteigerung erhält als durch wirklich neu geschaffene Effekten. Wenn auch nicht gerade zum höchsten Kurse das *ganze* Aktienkapital umgesetzt und valutiert wird, so dürfte doch der Betrag, welcher während der Dauer einer Hausse zu einem gegen die frühere Periode bedeutend erhöhten Durchschnittskurse valutiert wird, sehr oft nicht weit dahinter zurückbleiben, oft ihn aber erheblich übertreffen. Es hebt sich der Gesamtumsatz durch den höheren Kurswert allein um ca. $1/3$ des früheren Wertes, d. h. von dem Umsatz von weit über ca. 20 Milliarden pro Jahr (1910) vgl. S. 66/7 (ohne Berücksichtigung der verschiedenen Instanzen, welche die Kapitalübertragung zu durchlaufen hat) wären ca. 7 Milliarden *mehr* vorübergehend als Betriebskapital von den Effektenkäufern resp. ihren Kreditgebern aufzubringen gewesen. Die von neuen Käufern bar aufzubringende Dritteldeckung ist um $1/3$ der Kurssteigerung höher als das vom Effektenverkäufer früher gezahlte Drittel des geringeren Kurswertes; dagegen ist der für den Effekten-

[1]) Jaffée a. a. O. S. 631 . . . legt dar, dass ein beschleunigter Umlauf ein und desselben Kapitals so wirkt wie Kapitalvermehrung, also dass durch Verbesserung der Zahlungs- und Kapitalübertragungsorganisation das Angebot von Leihkapital vergrössert werden kann. — Das ist bei produktiver Verwendung von Kapital ebenso richtig, wie bei unproduktiven Umsätzen; doch ist die Ersparung hier im Verhältnis zu dem Mehrbedarf der Spekulation wenig ins Gewicht fallend.

verkäufer frei verfügbare Kapitalanteil (geleistete Anzahlung und Gewinn) um die Kurssteigerung grösser als das neu hinzukommende Drittel des grösseren Kurswertes. Dieses Kapital oder wenigstens der Gewinn geht oft der freien Verfügung des Geldmarktes verloren, indem es sich in Anlagekapital verwandelt oder — der Gewinn — als Einkommen betrachtet und behandelt wird.

Wie die Menge und Grösse der Umsätze in einer Hausse jene des normalen ruhigen Zustandes um das Vielfache übertrifft, muss auch das in der Valutierung beschäftigte Betriebskapital die entsprechende Summe ruhiger Perioden um das Vielfache übersteigen. Man liest in der Presse während der Hausse von einer Verzehnfachung der Spekulationsgeschäfte, und die Notizen des Buchwald'schen Börsenberichts, sowie die Umsatzkonten der Banken schwächen diese Annahme nicht bedeutend ab.[1]) Berücksichtigt man die Vermehrung des Materialangebots durch Emissionen, durch Heranströmen sonst still liegender Effekten und durch Wertsteigerung, so ist gewiss nicht fehlgegriffen, wenn man tatsächlich das im ständigenValutierungsverfahren begriffene Betriebskapital allein in solchen Hausseperioden auf das fünf- und mehrfache ruhiger Zeiten veranschlagt. Wie viele Millionen an Geldkapital dieser Prozess in Bewegung hält, lässt sich nicht genau abschätzen, zumal da die Kapitalübertragungen zwischen den direkten Börsenkontrahenten nicht die einzigen sind, sondern meistens noch weitere Instanzen bis zum Privatspekulanten zu durchlaufen haben. Eine Vorstellung der Grösse der Kapitalübertragung ergibt der Inkasso-Verkehr der Bank des Berliner Kassenvereins.[2])

Die bei dieser Bank zur *Einziehung eingelieferten Wechsel, Effekten-Posten und Rechnungen* betrugen:[3])

1910: M. 23 192 799 100 gegen M. 20 208 128 500 in 1909 und zwar: (in Mark)

| | 1910 | 1909 |
|---|---|---|
| im Januar | 2 123 206 800 | 1 481 487 800 |
| „ Februar | 1 820 028 500 | 1 532 324 700 |
| „ März | 1 829 231 500 | 1 505 510 600 |
| „ April | 1 970 374 200 | 1 683 476 800 |
| „ Mai | 1 831 622 000 | 1 811 419 300 |
| „ Juni | 1 959 371 000 | 1 559 872 000 |
| „ Juli | 1 846 476 700 | 1 569 994 900 |
| „ August | 1 859 612 500 | 1 575 193 000 |
| „ September | 1 951 953 800 | 2 019 812 500 |
| „ Oktober | 2 005 756 000 | 1 960 454 100 |
| „ November | 1 896 603 300 | 1 603 873 100 |
| „ Dezember | 2 098 562 800 | 1 913 709 700 |
| | 23 192 799 100 | 20 208 128 500 |

[1]) Wir haben an der Statistik der New Yorker Börse einen Masstab zum Vergleich. Dort betragen die Umsätze ruhiger Tage ca. 200 000 Stück Aktien und weniger, gegen 2 000 000 Stück und mehr an spekulativ erregten Tagen.

[2]) Vgl. den Geschäftsbericht desselben p. 1910 S. 12 u. 13.

[3]) Auf meine Anfrage bei der Bank des Berliner Kassen-Vereins betr. die Zusammensetzung dieser Posten, Art der Verrechnung u. s. w. erhielt ich leider keine Auskunft.

Mithin 1910 *durchschnittlich* an jedem der 306 Geschäftstage M. 75 793 461
1909 bei 306 Geschäftstagen „ 66 039 635.

*Der höchste Betrag der Einlieferung* an einem Tage war:
1910 M. 739 550 000 am 30. September (Ultimolieferungstag.)
1909 M. 700 904 000 am 30. „ „

*Der geringste Betrag* (ausser den beiden Tagen 14. Mai und 24. Dezember, an welchen Tagen die Börsenversammlungen ausfielen und daher nur Wechseleinlieferung stattfand),
1910 M. 31 963 500 (am 2. August),
1909 M. 25 277 900 (am 29. April).

[Aus dieser Angabe in Klammer lässt sich entnehmen, dass im Kassen-Verein der Wechselverkehr dem Effektenverkehr bedeutend nachsteht.]

Von den eingelieferten Summen sind im Jahre 1910
M. 21 029 513 400 oder *90,67 %,*
durchschnittlich an jedem Geschäftstage M. 68 723 900 durch Verrechnung geordnet worden (1909: M. 18 196 919 800 oder 90,05 %), so dass die wirklich zur Ausführung gelangten Inkassogeschäfte die Höhe von M. 2 163 285 700 erreichten (1909: M. 2 011 208 700).

In den vorstehenden M. 23 192 799 100 sind *die Einlieferungen an den Ultimotagen* in Höhe von M. 8 224 163 000 enthalten (1909: M. 6 412 268 000).

Dieselben betrugen: (in Mark)

| | | 1910 | 1909 |
|---|---|---|---|
| ultimo | Januar | 678 439 000 | 395 537 000 |
| „ | Februar | 706 200 000 | 440 419 000 |
| „ | März | 653 815 000 | 436 555 000 |
| „ | April | 645 130 000 | 506 573 000 |
| „ | Mai | 660 330 000 | 488 458 000 |
| „ | Juni | 739 196 000 | 513 411 000 |
| „ | Juli | 645 530 000 | 435 551 000 |
| „ | August | 657 773 000 | 525 175 000 |
| „ | September | 739 550 000 | 700 904 000 |
| „ | Oktober | 711 915 000 | 698 436 000 |
| „ | November | 707 110 000 | 599 323 000 |
| „ | Dezember | 679 175 000 | 671 926 000 |
| | | 8 224 163 000 | 6 412 268 000 |
| **durchschnittlich** | . . . . . **M.** | **685 346 900** | 534 355 700 |

mithin in 1910 an jedem der 12 Ultimotage durchschnittlich 151 Millionen Mark mehr als in 1909.

*Der Anteil der Ultimoeinlieferung an der Gesamteinlieferung beträgt im Berichtsjahre 35,46 %*, gegen 31,73 % in 1909. [Auch für den Effektenverkehr allein dürfte sich dieses Verhältnis für Ultimo- und Kassageschäfte ergeben.]

Es ist erklärlich, dass die Effektenkäufer mit der Dauer und dem Fortschreiten der Hausse mit grösseren Hindernissen und Kosten für

die Neubeschaffung des Valutierungskapitals zu rechnen haben. Schon im Anfange der Kurssteigerungsperiode pflegt das verfügbare Eigenkapital der grösseren Käufermasse aufgebraucht zu sein. Neues Geldkapital muss also durch Herausziehen aus anderem Wirkungskreise (evtl. durch Kredit) besorgt werden. Besonders oft hat darunter das flüssige Betriebskapital der reellen Industrie- und Handelstätigkeit zu leiden. Die Sparkassen werden ihre Einlagen los, der spekulierende Rentner gibt seine Staats-Obligationen fort, um Dividendenpapiere zu erwerben. Der Hauptteil der Kapitalbesorgung aber geht auf Kredit, seitens des grossen Publikums besonders durch Lombardierung bereits gekaufter Effekten.

Die Institute der Kapitalvermittelung, denen die Hausse zu grossem Gewinn verhilft, erweisen sich in der Kreditgewährung sehr liberal. Besonders gern wird solches Geld-Kapital, welches stossweise auf den Geldmarkt kommt, (z. B. Hypotheken-, Versicherungen-, Prämien-, Kouponsgelder u. dgl.) zur Kreditgewährung an die Spekulation bestimmt. Durch den Kredit entsteht eine weitere Bindung von Geldkapital als Spekulations-Betriebskapital zu Ungunsten anderer, produktiver Kreditbedürfnisse. Für die einzelnen Effektenverkäufer wird zwar ein grosser Teil des Betriebskapitals wieder frei verfügbares Kapital. Zwischen Effektenkäufer und Bank aber wachsen sich die sonst regulären Kreditverhältnisse zur Kreditüberspannung aus, welche als eine ständige Gefahr für das Bestehen des Vertrauens über dem Kapital- und Geldmarkte lastet.

Kreditüberspannung braucht nicht etwa Verringerung der dem derzeitigen Kurswerte entsprechenden Dritteldeckung zu sein. Letztere kann äusserlich (dem Kurse der Effekten nach) noch lange bestehen, in Wirklichkeit längst unterschritten sein, sobald nämlich Kursübervalutierung stattgefunden hat. Z. B. bei einem dem „inneren“ Wert entsprechenden Kurse à 100 % sind 33⅓ % Eigenkapital in der Regel eine genügende Deckung, bei dem mit 50 % übervalutierten Kurse à 150 % sind selbst 50 % Eigenkapital der ständigen Verlustgefahr ausgesetzt, sobald die Ueberwertung als solche allgemein anerkannt wird. Zu dieser Art der Kreditüberspannung tritt die zweite, welche über das Vermögen des einzelnen Spekulanten hinausgeht. Der Kapitalist, welcher bei einem Vermögen von ca. 100 000 M. eine spekulative Verbindlichkeit in der Höhe eingeht, dass er mit 10 000 M. Barzahlung M. 30 000 Effekten zu ⅔ auf Kredit erwirbt, überspannt seinen Kredit nicht; der kleine Rentner dagegen, welcher ebenso mit 10 000 Mark Barzahlung, die aber sein ganzes Vermögen bilden, ein spekulatives Engagement von M. 30 000 eingeht, überspannt ihn ausserordentlich. Besonders in einer Hausse bringt er auf diese Weise nicht nur sein eigenes Vermögen ganz, sondern auch noch einen Teil des fremden in Verlustgefahr. Uebrigens dürfte auch die Annahme, dass ⅓ des derzeitigen Effektivwertes aller spekulativen Engagements Eigentum der Speku-

lanten sei, in Hausseperioden noch zu optimistisch sein. Gibt es doch ausser den soliden Banken, welche auf der ⅓ = Minimaldeckung bestehen, zu viele andere, welche selbst mit einer 5- und 10%igen Andeckung sich begnügen, und selbst diese 10 % brauchen ja nicht einmal wirkliches Eigentum des Spekulanten zu sein. Auch die Qualität der zu leistenden Andeckung ist in spekulativ erregten Zeiten eine sinkende, indem nämlich letztere nicht nur in Geldkapital, sondern auch in Hypotheken, Bürgschaften u. dgl. geleistet wird.

Die ganzen Haussen stützen sich auf „Kapital in der Bank", d. h. Guthaben oder, meistens richtiger, eingeräumte Kredite. Durch den Effektenkauf bei steigenden Kursen erhöht sich einerseits die Kreditkapitalschuld, andererseits validiert dagegen ein Effektenposten im derzeitigen Kurswert. Uebersteigt letzterer den beanspruchten Kredit, so erscheint das Konto derart gesichert, und selbst dann, wenn das Effekt über seinen „inneren" Wert valutiert worden ist. Die Sicherung besteht dann eben zu jenem Teil in „imaginärem Mehrwert"[1]) der Effekten und in der Hoffnung, diesen später zu realisieren. Leichte Kreditgewährung bedeutet Vermehrung des im Dienste der Spekulation stehenden Geldkapitals, Unterstützung derselben im Eingehen neuer und zur Haltung alter Engagements, Beförderung der Uebertreibung.[2])

Seiner Natur nach zur baldigen Rückgabe und nicht zur dauernden Festlegung bestimmt, hebt das kurzfristige Kreditkapital der Spekulation aus der Gesamtheit der zum Verkauf gestellten Effekten einen grossen Teil heraus und ruft dadurch den Anschein der Knappheit an Effekten, der Unterbringung derselben hervor, wie es nur durch solches Kapital geschehen dürfte, welches feste Anlage sucht und in absehbarer Zeit sich nicht wieder aus den Effekten herausziehen will. Die Kreditspekulation dagegen hält Effekten eine Zeit lang in der Schwebe und lässt sie — meist zur unrechten Zeit — wieder auf den Markt zurückfallen. In der Zwischenzeit können infolge des künstlichen, unnatürlichen Mangels an Effekten neue Emissionen geschaffen werden und den Geldmarkt um so stärker belasten, als auch sie zunächst meistens durch das Kreditkapital der Spekulation eine willige Aufnahme finden. In dieser Hinsicht ist die Kassaspekulation nicht so bedeutend wie die Terminspekulation.

Es erübrigt noch, im Zusammenhange auf die Wirkung der während der Hausse zahlreich geschaffenen Emissionen kurz einzugehen. In einem Teile ihrer Wirkungen stehen die Neuemissionen mit den bereits früher emittierten Effekten gleich, und zwar insoweit, als auch sie zunächst Geldkapital in Betriebsfunktion binden. Es ergeben sich hier keine prinzipiellen, sondern mehr graduelle Unterschiede. Da die

[1]) Im Sinne von Kapitalisierung einer sich später als überwertet oder garnicht vorhanden erweisenden Gewinnchance.

[2]) Eberstadt in Schmollers Jahrbuch, Band 29 S. 297: „Von wesentlicher Bedeutung ist die Scheidung der Spekulanten in solche mit eigenem Kapital und in solche mit fremdem Kapital oder Kredit. Die schädlichsten Missbräuche und die stärksten Erschütterungen des Marktes werden verursacht durch die mit fremdem Kapital oder Kredit betriebene Spekulation".

Emissionen fast durchweg in stattlicher Höhe erfolgen, ergeben sie eine plötzliche Vermehrung des Materials, der Teilnehmer und dadurch der Umsätze an Zahl und Wertumfang. Wir haben hier also eine einmalige starke und eine dauernde, von den übrigen Umsätzen nicht mehr trennbare Vermehrung des Gebrauchs an Betriebskapital. Bei kleinen industriellen Emissionen wird dieser Bedarf kaum fühlbar sein, dagegen macht er sich bei grossen, gemeinsamen und besonders staatlichen Anleihe-Emissionen deutlich bemerkbar. Das lässt sich der oft schon vorgekommenen und registrierten Tatsache entnehmen, dass unmittelbar vor solchen Emissionen das kurzfristige Leihkapital merklich knapp erschien und unmittelbar nachher sich eine „unerwartete" Fülle an demselben einstellte.

Beträge von Hunderten von Millionen können nicht von heute auf morgen in Anlagekapital verwandelt werden, und gerade staatliche Anleihen bleiben oft ziemlich lange flüssig. Bei dem früher grassierenden Konzertzeichnertum war es für die einzelnen Banken ganz ausgeschlossen, schon vor dem endgültigen Zuteilungsbeschluss die Höhe der auf sie entfallenden Beträge auch nur annähernd zu wissen. Sie waren daher gezwungen, entsprechend den übermässigen Scheinzeichnungen grosse Summen in Bereitschaft zu halten. Dieses oft zu hoch taxierte Geldkapital ging also gewissermassen in Reserve für die evtl. Abführung an die Grossbanken resp. von diesen an die betreffende Reichskasse. Nach der Zuteilung ergab es sich dann oft, dass die gesamten bereitgestellten Geldkapitalien viel zu hoch gegriffen waren, und die Folge war die „unerwartete" Fülle vonVerwendung suchendem Geldkapital. Wodurch wurde also die vorher konstatierte Knappheit an flüssigem Geldkapital verursacht? Eine Kapitalanlage, d. h. Verwandlung in Anlagekapital, kam doch in dem Moment nicht in Frage. Es bleibt also nur übrig: 1) die Vorenthaltung des (flüssigen) Geldkapitals in Reserve und 2) die wirkliche Dauer der Kapitalübertragung an die Grossbank resp. die Reichskasse oder mit a. W. die Betriebs- und Reserve-Funktion des Kapitals. Nirgends konnte sich die Bedeutung der Betriebs- und Reservefunktion des Geldkapitals für evtl. grössere Ansprüche deutlicher zeigen als gerade in solchem Falle, wo die Beschränkung der interimistischen Kapitalbenutzung die Banken selbst betraf.[1]) Die Wirkung der staatlichen Anleihen pflegt überhaupt nur eine langsam Kapital absorbierende zu sein; denn das Geldkapital wird erst nach und nach festgelegt und inzwischen (in Preussen durch die Königliche Seehandlung) durch Schuldentilgung und Ausleihung dem Geldmarkt wieder zur Verfügung gestellt.

Die eben gezeichneten Wirkungen der Emissionen als solcher auf die Bindung von Geldkapital im Umsatz stehen weit zurück hinter ihrer

[1]) Während sonst der Spekulant selbst in der Kapitalverfügung beschränkt ist, die Bank dagegen wenigstens zum grössten Teile nicht.

Vermittelungsfunktion bei der festen Kapitalanlage. Die Effektenausgabe verwandelt mittelbar Geldkapital in Anlagekapital, ersetzt das letztere oder erhöht wenigstens die dem flüssigen Kapital bereits innewohnende Umwandlungstendenz.[1])

Von verschiedener Seite wird die Ersparung an neugebildetem Kapital in Deutschland auf ca. 3—4 Milliarden Mark (neuerdings auf ca. 12 Milliarden „Vermögens"zuwachs)[2]) jährlich veranschlagt. (Helfferich und Schmoller.) Dieses ist die einzige inländische, beständig fliessende Quelle, aus der die Unternehmungen Kapital zu fester Anlage schöpfen können. In Haussen, welche ja mit dem besseren Gang der Konjunktur zusammenzufallen pflegen, benutzen die Unternehmungen diese Quelle ausgiebig. Denn der hohe Effektenkurs, sowie die Steigerungsfähigkeit desselben, die guten Aussichten für die Produktivität des aufzunehmenden Kapitals lassen die Periode als die günstigste Zeit für Emissionen erscheinen. Hier ist es wieder die Konkurrenz der Unternehmungen, der Emittenten und vor allem die Wirkung der optimistischen Tendenz auf die Effektenkäufer, welche vereint zu einer Kapitalfestlegung führen, welche die Grenzen des ersparten Kapitals des letzten und früherer Jahre entweder erreicht oder gar überschreitet. Die notwendige Folge davon ist dann die Knappheit an (flüssigem) Geldkapital, wie sie sich bisher noch nach jeder derartigen Gründungsperiode eingestellt hat.[3])

Der Kreis der Haussespekulanten lässt sich leichter zur Uebertreibung hinreissen, als die Partei jener, die am Kursverlust Interesse haben. Haussiers und Baissiers halten sich in ruhiger Zeit das Gleichgewicht; in aufsteigender Konjunktur pflegt alsbald die Hausse, umgekehrt die Baisse die Uebermacht zu erlangen. Beide Börsenbewegungen bedingen sich gegenseitig. Zwischen ihnen besteht eigentlich nur der äusserliche Unterschied der Priorität des Effektenkaufs bezw. des Verkaufs; grundsätzlich ist es dieselbe Spekulation auf die Wertbewegung fungibler Güter. Die grössere Bedeutung für den Geldmarkt hat ohne Zweifel die Haussespekulation; einmal wegen der infolge der Kurserhöhung wertvolleren Objekte, besonders aber wegen der fast unbeschränkten Möglichkeit der Uebertreibung nach oben.

> „Die verderblichsten Ausschreitungen können garnicht von der Baissespekulation, sondern nur von der Haussespekulation begangen werden. Wenn letztere sich innerhalb vernünftiger Grenzen hält, so wird die Baissespekulation niemals Gelegenheit haben, ihrerseits nach der entgegengesetzten Seite zu sündigen, und lässt sich die Haussespekulation zu Uebertreibungen hin-

---

1) Die diesbezüglichen Wirkungen der Emission sind hier nicht näher behandelt. Ich verweise dazu auf Teil B II.

2) Vgl. May in Schmollers Jahrbuch 1909 S. 1459 ff. Vermögenszuwachs ist jedoch nicht identisch mit Kapitalzuwachs. Die Schätzung ist für 1907 angestellt.

3) Vgl. Neuwirth Spekulationskrisis S. 71.

„Die Reichsbank" a. a. O. S. 166 schreibt über das Jahr 1900: „Diese ganz ausserordentlichen Investierungen von Kapital mussten auf dem Kapitalmarkt eine gewisse Knappheit erzeugen und die Zinssätze steigern".

reissen, so kann die Baissespekulation sogar zu einem nützlichen, ja notwendigen Gegengewichte werden."[1])

Die von der Hausse in schneller Progression erhöhten Kurse setzt die Baisse nicht nur auf das normale Mass herunter, sondern unterschreitet oft sogar diese Grenze.

Rein theoretisch betrachtet, müsste das Fallen der Kurse — im Gegensatz zur Kurssteigerung — zur Folge haben: 1) eine Wertermässigung der umzusetzenden Einzelobjekte, 2) eine Verminderung des flottanten Spekulationsmaterials durch Käufe von Rentnern, 3) ein Abflauen der Schnelligkeit und Anzahl der Einzelumsätze und 4), eine aus 1—3 sich ergebende Abnahme des Gesamtumfanges der Umsätze. Auf die Bindung von Geldkapital in Betriebsfunktion würde das eine starke Ermässigung ausüben und Geldkapital zu anderer Verwendung frei machen. Eine Wirkung aber bringt das anhaltende Sinken der Kurse stets zum Vorschein: es verhindert die weitere Umwandlung von Geldkapital in Anlagekapital durch einen starken Rückgang der Emissionstätigkeit.

Trotz alledem zeigt aber die Erfahrung, dass sich regelmässig mit Eintritt eines stärkeren Kursfalles ein fühlbarer Mangel an Geldkapital besonders für Spekulationszwecke bemerkbar macht. Die tiefere Ursache dafür ist jene, dass die theoretische Annahme in der Praxis fast stets durch psychologische Einflüsse unwirksam gemacht wird. Die Furcht vor weiterem Kursfall treibt zunächst alle jene, deren Andeckung beim Effektenkauf eine zu geringe gewesen ist, zu schneller Realisierung, ebenso einen Teil jener Spekulanten, welche in Erkennung der Verhältnisse ihren Kursgewinn noch vor Toresschluss in Sicherheit bringen wollen. So vermehrt das Angebot von Effekten die Nachfrage nach Geldkapital. Andererseits sind neue Effektenkäufer vorsichtig und zurückhaltend. Jedermann sucht sein Kapital möglichst sicher anzulegen oder gar flüssig zu erhalten, um auf stärkere Ereignisse gefasst zu sein. Die Folge davon ist eine Beschleunigung des Kurssturzes. Angstverkäufe und Zwangsrealisationen vermehren die Effektenumsätze ausserordentlich. Die glücklichen Besitzer von Geldkapital geben dasselbe, des vergrösserten Risikos wegen, nur unter härteren Bedingungen her. Die grosse Vermehrung des Besitzwechsels und die stärkere Zurückhaltung des Geldkapitals heben somit den Einfluss der Wertermässigung der Spekulationsobjekte auf den Bedarf an Betriebskapital wieder auf. Auch die Verminderung des flottanten Materials durch feste, nicht spekulative Käufe, und die Zurückhaltung spekulativen Materials seitens kapitalstarker Spekulanten ist nicht imstande, den durch den Verkaufsandrang der grossen Masse vermehrten Umsatz bemerkenswert zu paralysieren. Der Mangel an Geldkapital wird mit der weiteren Verstärkung der Baisse immer fühlbarer. Das Geldkapital ist nicht vernichtet, wohl aber zum Teil der freien Verfügung des offenen Geldmarktes entzogen.

Die Reserviertheit der Kreditgeber ist unter solchen Verhältnissen leicht begreiflich. Einmal mahnt die Wertminderung

[1]) Ehrenberg a. a. O. S. 141/2.

der als Kreditunterlagen lombardierten Effekten, sodann aber auch die Gefahr weiterer Kursstürze speziell den Spekulanten gegenüber zur Vorsicht. Die kritische Situation veranlasst besonders die Banken zur Ansammlung grösserer Barbeträge, um für den Fall einer Vertrauensstörung gegen Abhebungen ihrer eigenen Gläubiger gewappnet zu sein. Der Rückzug kurzfristiger Kapitalien muss sich zunächst im Spekulationsmarkte zeigen, weil sich hier derselbe am schnellsten und ohne Verletzung volkswirtschaftlicher Interessen bewerkstelligen lässt. Erst nach Erschöpfung dieser Quelle bekommt auch die Industrie — die Dauerkundschaft der Banken — den Kapitalmangel durch Krediteinschränkung zu fühlen.[1])

Schon unter den Gründen für die Uebertreibung der Hausse wurde darauf hingewiesen, dass die starke Kreditüberspannung den Umschwung in der Spekulation herbeiführen müsste. Jede Kreditbenutzung, die kurzfristige aber in erhöhtem Masse, setzt eine spätere Liquidation voraus. Diese geschieht bei den Unternehmungen der Industrie und des Handels aus den laufenden Erträgnissen des Geschäftsganges, in der Spekulation durch Effektenverkauf. Was besonders die Lösung der Spekulationskredite anbetrifft, so lehren die Folgen einer starken Baisseperiode, dass die Abdeckung nicht immer freiwillig zu geschehen pflegt. Viele hartnäckige Spekulanten suchen ihren Kredit bis zur äussersten Deckungsgrenze auszunutzen, um ihren durch den Kursfall eingetretenen, einstweilen noch imaginären (privatwirtschaftlichen) Verlust nicht durch Realisation zu einem definitiven zu machen. Je länger also die Baisse anhält, um so grösser muss der endgültige (privatwirtschaftliche) Verlust, um so vernichtender die Wirkung desselben sein.

In der Baisse zeigt sich die Bedeutung der Kursvalutierung in stärkstem Masse. Für jenen, der Effekten als dauernde Rentenquelle besitzt, ist es völlig gleichgültig, ob seine Aktien, die er zu etwa 100 % erworben haben möge, in der Hausse auf 200 % steigen und in der Baisse auf 100 % zurückfallen (vorausgesetzt, dass in dem „inneren" Werte der Effekten keine Aenderung eingetreten ist und dass der betreffende Effektenbesitzer den in der Hausse entstandenen Kurs„mehr"wert nicht wie einen wirklichen Vermögenszuwachs behandelt). Hat der Spekulant dagegen für 100 % fiktiven Kursmehrwert bares Kredit- oder Eigenkapital hingegeben, so sieht er durch den Kursverlust sein Vermögen stark reduziert. Der über die geleistete Dritteldeckung hinausgehende Kursfall zwingt ihn auf den Verzicht des Illusionswertes und bürdet ihm evtl. eine Kapitalschuld auf, für die weder er, noch seine Kreditgeber einen Gegenwert besitzen. An anderer Stelle wurde darauf hingewiesen, dass durch die Kurserhöhung an sich kein volkswirtschaftliches Kapital geschaffen worden ist. Wenn vollends der Kurs den „inneren" Wert eines Effektes übersteigt, so ist

[1]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 91/2.

bereits im Augenblicke der Valutierung eines solchen Kurses ein privatwirtschaftlicher Vermögensverlust des Effektenkäufers eingetreten. Dieser Zustand wird durch die Vernichtung des auf den Effektenkäufer übergegangenen Illusionskapitals in der Baisse nur allgemein enthüllt. Der Kursfall an sich vernichtet somit nur eine Illusion, kein wirklich vorhandenes volkswirtschaftliches Kapital. „Wenn auf dieVerluste hingewiesen wird, welche durch solche Ausartungen der Spekulation eintreten, so ist doch nicht ausser acht zu lassen, dass das volkswirtschaftlich oft gar keine Verluste sind, sondern nur Verschiebungen des Vermögens zwischen geschickten und ungeschickten Spekulanten.“[1])

Die Baisse findet ihren Höhepunkt in der Panik und Börsenkrisis.[2]) Die Schwierigkeiten, welche in diesem Stadium auf dem Geld- und Kapitalmarkte durch die Effektenspekulation hervorgerufen werden, liegen besonders in der Herausziehung des in Effekten angelegten Geldkapitals zum Zwecke der Lösung unhaltbar gewordener Kreditverhältnisse. Infolge von Zwangsliquidationen und Angstverkäufen erreicht nunmehr das Effektenangebot seine grösste Dringlichkeit. Die Kursentwertung nimmt einen ausserordentlichen Umfang an.[3])

Ist die Spekulation vorher nur auf die Börsenkrise beschränkt gewesen, so ist es möglich, dass — wie bei der Wiener Krisis von 1875 — Geschäftswelt und Börsenspekulation ein fast entgegengesetztes Aussehen gewinnen.[4]) Je enger aber die Kreise des Handels und der Industrie durch Kreditverpflichtungen mit der Effektenspekulation verknüpft sind, um so stärker muss sich der Zusammenbruch der Effektenspekulation auch auf allen übrigen Gebieten des volkswirtschaftlichen Lebens geltend machen.[5]) Von dem Effektenmarkt greift die Entwertung auf den Warenmarkt über, das Vertrauen gerät allgemein ins Wanken, und jedermann sucht seine Forderungs- und Besitzrechte, auch unter Opfern, möglichst in (flüssiges) Geldkapital umzuwandeln.

Der überstürzte Besitzwechsel bindet das (flüssige) Geldkapital in um so grösserer Menge und um so länger in Betriebsfunktion, als durch den Zusammenbruch des Privatkredits die üblichen Methoden der schnellsten Kapitalübertragung (ohne Benutzung von Geld i. e. S.) grösstenteils ausser Kraft gesetzt werden. Die Empfänger und Besitzer von Geldkapital aber überlassen dieses, des hohen Risikos wegen, nicht in demselben Umfange wie in normaler Zeit der Verfügung des offenen

---

[1]) Karl Rathgen im Wörterbuch der Volkswirtschaft Art. „Spekulation“.

[2]) Vgl. Neuwirth, Spek. Krisis S. 204—220; Adolph Wagner in Rentzsch Wörterbuch der Volkswirtschaft 1870, Art. „Krisen“, Kämmerer a. a. O. S. 49; Bergmann a. a. O. S. 230.

[3]) Nach Hegemann a. a. O. S. 17 soll der Kursrückgang an der Pariser Börse im Jahre 1882 4 Milliarden Frs. betragen haben.

[4]) Vgl. Neuwirth, „Spekulat.-Krisis S. 99, 109, 130, 144.

[5]) Vgl. Neuwirth, „Spekulat.-Krisis“ S. 241, 295.

Geldmarktes, sondern zum Teil thesaurieren sie es in der Geldform i. e. S. oder halten es als Guthaben bei der Notenbank,[1]) welche dasselbe ihrerseits nur unter schwereren Bedingungen dem offenen Geldmarkte überlassen darf. Der bei dieser Gelegenheit oft beklagte Mangel an „Geld" ist meistens weiter nichts als ein Mangel an Kapital, das sich in Geldform umsetzen könnte. Der Mangel an flüssigem Leihkapital muss sich bei der Effektenspekulation besonders fühlbar machen, da gerade ihre Werte in der Krisis die grösste Verminderung erlitten haben. Jeder weitere Verkauf ist mit grösseren privatwirtschaftlichen Kapitalverlusten verbunden und macht auch nur einen Teil des früher hingegebenen Kapitals wieder verfügbar. Auf grosse Schwierigkeiten stösst auch die Lombardierung spekulativer Effekten. Die kritische Lage und der eigene Mangel an verfügbarem Kapital zwingt die Banken, selbst dem stark gesunkenen Kurswert gegenüber Zurückhaltung zu bewahren; der Notenbank aber, selbst wenn sie zur Hilfe imstande wäre, sind durch gesetzliche Vorschriften die Hände gebunden.

Ebenso wie die Hausse findet auch die Baisse und die Krisis in sich selbst ihre grössten Hemmnisse. Der hastige Besitzwechsel nimmt schnell ab, da der Kreis der Spekulanten durch die endgültige Ausstossung der Kapitalschwachen stark verengert ist und der Tiefstand der Kurse weitere Angstverkäufe verhindert. Die nüchterne Ueberlegung setzt in absehbarer Zeit der übertriebenen Kursentwertung ein Ziel und führt neue Käufer zu den nunmehr rentabel erscheinenden Kursen heran. Parallel mit dem Sinken des Kurses unter den „inneren" Wert eines Effekts, verschwindet auch das flottante Material, besonders jenes der Terminspekulation, durch das Eingreifen fester Käufer vom Markte, so dass Effektenangebot und -Nachfrage dem Ausgleich immer näher kommen.[2])

Vornehmlich die lang andauernde Misstrauensperiode verhindert es, dass die Baisse alsbald wieder in eine Hausse übergeht. Der so geschaffene Zwischenzustand, die Depression, lässt die Folgen der in der Baisse eingetretenen Veränderungen am Effektenmarkte deutlicher in Erscheinung treten. Wert und Menge des der Spekulation zugänglichen Effektenmaterials sind stark gesunken, die Zahl derSpekulationsteilnehmer vermindert, die Geschäftstätigkeit an der Börse ebenso wie im übrigen Wirtschaftsleben stark eingeschränkt. Geldkapital, welches in seiner Betriebsfunktion entbehrlich geworden ist, sowie solches, das sich von neuer Verwendung zeitweilig fern gehalten hatte, endlich neu erspartes Einkommen müssen dem Kapital- und Geldmarkte wieder zuströmen. Das Geldkapital sucht hier nach Verwendung in sicheren Werten, in Wechseln solider Herkunft, in Staatspapieren u. dgl. Aber gerade die Unternehmerkreise, die ihre Tätigkeit infolge der Krisis gleichfalls hatten einschränken müssen, können zur Zeit von dem Kapitalangebot keinen Gebrauch machen, resp. sind sie von weiterer Ausdehnung ihrer Geschäftstätigkeit zurückhaltend. Neue Effekten werden fast garnicht emittiert und so wird dem Kapital- und Geld-

---

[1]) Vgl. Palgrave a. a. O. S. 27 über englische Verhältnisse.

[2]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 54.

markte nur verschwindend wenig Geldkapital zu Anlagezwecken entzogen, da der schlechte Geschäftsgang und die gesteigerte Absatzkonkurrenz vorerst keine Aussicht auf bessere Rentabilität eröffnet. Durch die erlittenen Verluste abgeschreckt, wendet sich das Geldkapital der Spekulation nur in geringem Umfange zu. Die baldige Folge eines solchen Zustandes ist regelmässig ein grosses Mehrangebot von flüssigem Leihkapital zu sinkenden Zinssätzen für kurzfristige und sichere Anlagen.

In der Literatur finden sich viele Ansichten dafür, dass die Leihkapitalfülle nach einer Börsenkrisis zu einem grossen Teile auf das Nachlassen der Effektenspekulation und die Liquidierung ihrer Engagements zurückzuführen ist. So z.B. schreibt Helfferich:[1]) „Der gewaltigeKurssturz, namentlich derMontanwerte, der sich von Ende März bis Anfang Juli 1900 vollzog, und die damit in Verbindung stehende Geschäftsstockung auf den Börsen hatten die Wirkung, dass zunächst eine gewisse Erleichterung des Geldmarktes eintrat. Grosse Beträge, die bisher in der Börsenspekulation festgelegt waren, wurden frei und fanden Verwendung in der Diskontierung von Wechseln, die aus dem Warengeschäft hervorgegangen waren.“ Ferner Loeb:[2]) „Die grossen Liquidationsverkäufe an der Börse im Zusammenhang mit der in den Kreisen der Industrie und des Handels zunehmenden Zurückhaltung und dem Bestreben der Banken, ihre Aussenstände herabzumindern, führten naturgemäss zu einer Erleichterung des Geldmarktes. Einen wie grossen Anteil die Börsenspekulation an der Kreditüberspannung gehabt hat, geht namentlich aus zwei Momenten hervor. Erstens daraus, dass die Reportsätze an der Börse sich Ende März auf 8 und 9 % gesteigert hatten, ferner aber daraus, dass in den Geldverhältnissen in Deutschland eine Besserung schon eintrat, nachdem die grossen spekulativen Engagements für einen bekannten Mühlheimer Grossspekulanten gelöst waren, der Geldbedarf der Industrie jedoch noch unvermindert anhielt.“ Schliesslich schreibt Struck:[3]) „Die Ursachen dieser unerhörten Geldfülle (Anfang 1885 in Newyork) lagen aber in der seit dem Börsenkrach vom Mai 1884 überall eingetretenen Erschlaffung der Unternehmungslust und den tief gesunkenen Effektenkursen und Warenpreisen, was beides die Ansprüche an den Geldmarkt mindern musste.“

---

[1]) Helfferich a. a. O. S. 73.
[2]) Loeb a. a. O. S. 297.
[3]) Struck, Der intern. Geldmarkt a. a. O. S. 878. (Geldfülle hier im Sinne von kurzfristigem Leihkapital.)

# Das Termingeschäft.

Die Wirkungen der Effektenspekulation auf den Kapital- und Geldmarkt, welche das Kassageschäft in konstanter, fortdauernderWeise zeitigt, müssen beim Termingeschäft um so schärfer und deutlicher hervortreten, als sich die ganze Abwickelung des letzteren auf den Ultimo des Monats konzentriert. Ohne direkte Berührung des Kapital- und Geldmarktes können im Laufe des Monats Käufe und Verkäufe in fast unbeschränktem Umfange abgeschlossen werden. Da die Kapitalübertragung erst am Ultimo zu erfolgen hat, so wird auch für die Beschaffung und Bereitstellung desselben erst in den letzten Tagen Vorsorge getroffen. Dieser Vorgang und die am Zahltage vor sich gehende Kapitalübertragung verursachen eine sich auf kurze Frist zusammendrängende Bewegung von Geldkapital. Die Gesamtsumme des letzteren ist gleich dem Betrage aller per Termin zu erfüllender Effektengeschäfte, d. h. auch einschl. der Prolongationen. Das Kapital ist (soweit es nicht als Gegenwert von Emissionen in Anlagekapital verwandelt werden soll), nur während des Dienstes der Uebertragungsfunktion gebunden und kommt nach Ausübung dieser Tätgkeit an anderer Stelle wieder als verfügbares Geldkapital zumVorschein. Es handelt sich hierbei stets um mehere Hundert Millionen Mark, welche am jedesmaligen Ultimo ihren Besitzer wechseln. (Vgl. S. 46.)[1]) „Der Terminhandel ist nicht nur vollkommen unabhängig geworden vom an der Börse faktisch flottierendenMaterial, er ist sogar unabhängig vom gesamten emittierten Kapital.“[2]) Nach einigen Bemerkungen der Börsen-Enquête hatte das Termingeschäft im Jahre 1893 eine solche Ausdehnung genommen, dass das 30fache von dem, was tatsächlich an die Börse kommt, gehandelt wurde.[3]) Nicht allein die grössere Einheitssumme der umzusetzenden Posten, sondern auch die grössere Marktfähigkeit des Terminpapiers (und der dadurch bedingte höhere Spekulationswert) verursacht, dass schon an sich (d. h. ohne ein Ueberschreiten der Grösse des Gesamtkapitals bezw. der wirklich spekulativ gehaltenen Menge) die Summe des flottierenden Materials gegenüber den Effekten des Kassamarktes relativ und absolut jene in festen Händen befindliche weit übersteigt.[4]) In spekulativ erregten Hausseperioden trifft das um so mehr zu, als aus dem Kassageschäft der betreffenden Papiere ein Teil zum Terminmarkte übergeht. Die Unabhängigkeit der Terminumsätze vom flottierenden resp. sogar existierenden Effektenmaterial wird ermöglicht durch die erst am Ultimo erfolgende Lieferung in Verbindung mit der gegenseitigen Kompensation der zu liefernden Stücke. Der Spekulant, welcher in einem und demselben Papier viele Käufe und viele Verkäufe im Laufe des Monats abgeschlossen hat, braucht nur den Saldo der Stücke wirklich zu liefern oder zu empfangen, und auch diese können wieder durch Leihen von einem darüber Verfügungsberechtigten

---

[1]) Nach Mitteilungen der Presse betrugen in Paris die Reports Medio September 1911 ca. 1200 Mill. frcs., Medio Oktober ca. 600 Mill.

[2]) Bachmann a. a. O. S. 80.

[3]) Bachmann a. a. O. S. 53.

[4]) Vgl. Bähr a. a. O. S. 58.

besorgt werden, da ja die Effekten der einzelnen Gattung untereinander vertretbar sind. Anders verhält es sich mit der durch die Terminsspekulation verursachten Kapitalverschiebung. Hier verhindern schon die Kursdifferenzen der einzelnen Abschlüsse (auch in ein und demselben Effekt) eine glatte Ausgleichung der gegenseitigen Kapitalforderungen. Deren Uebertragungen erfolgen vielmehr in vollem Umfange zwischen jedem Käufer und jedem Verkäufer. Dadurch, dass *alle* Forderungen *dieselbe* Fälligkeit haben, ist bei der technischen Vollkommenheit des Ausgleichssystems die weitgehendste Kompensierung der Kapitalübertragungen gewährleistet. Soweit die Forderungen undVerbindlichkeiten eines und desselben Spukulanten sich ausgleichen, ist von ihm selbst kein neues Kapital zu beschaffen, da er im Wege der Verrechnung in demselben Augenblicke Kapital empfängt, in welchem er dasselbe herzugeben hat. Es braucht also kein Kredit in Anspruch genommen zu werden, da eine Zwischenzeit zwischen diesem Kapitalempfang und dieser Kapitalhergabe nicht besteht. In diesem Punkte liegt die enorme Kapital ersparende Wirkung der allgemeinen Terminerfüllung. Im Kassageschäft gibt es diese Möglichkeit nur in verschwindend geringem Masse, und darauf bezieht sich auch die Bemerkung im Geschäftsbericht der Deutschen Bank pro 1895: „Aber unausbleiblich wird eine Wirkung[1]) auf die innere Gestaltung der Börse eintreten, nämlich die, dass nur sehr kapitalkräftige Häuser den neu herantretenden Ansprüchen gewachsen sein werden." Von jenem Spekulanten, der seine per Ultimo eingegangenen Verpflichtungen durch die entsprechenden Gegengeschäfte auf denselben Termin kompensiert hat, ist (infolge des sozusagen zeitlosen Ausgleichs der Hauptsummen) in Wahrheit nur für die Höhe der Differenzschulden Kapital neu zu beschaffen und hinzugeben. Das Ergebnis der bisherigen Betrachtung ist also, dass, auch bei weitgehendstem Ausgleich, zum mindesten eine Kapitalinanspruchnahme in Höhe der nicht verrechenbaren Differenzen, die Bindung dieser Summe während der regulären Dauer der Betriebsfunktion eintritt. Das allein aber wäre wohl kaum imstande, eine merkliche Verminderung des Geldkapitals (während der kurzen Dauer der Uebertragung bis zur Neuverwendung) herbeizuführen. Das Hauptgewicht liegt vielmehr bei jenen Termingeschäften, deren Gegenwert in Geldkapital vom Effektenkäufer (per Saldo von ihm selbst für mehr *ge*kaufte als *ver*kaufte Werte) neu beschafft werden muss. Dazu gehören 1) alle Abschlüsse, für welche per Saldo eine Kapitalübertragung zu erfolgen hat, d. h. für welche der Termin den endgültigen Abschluss der Spekulation bildet. (Z. B. A. kauft M. 45 000.— Deutsche Bank-Aktien und verkauft M. 30 000.—, so dass er M. 15 000.— effektiv am Ultimo abnimmt und bezahlt.) Das Termingeschäft wird in diesem Augenblick zum Effektivgeschäft, und es ist Geldkapital und Effekt zu liefern und zu empfangen, wie bei jedem Kassaabschluss. Ferner gehören dazu 2) die Prolongationen. Auch diese gleichen im Moment der Prolongation in

[1]) d. h. durch das für 1896 zu erwartende Verbot resp. die Einschränkung des Termingeschäfts.

der Wirkung auf den Kapitalgebrauch den Effektiv- und Kassageschäften vollkommen. Es wird effektiv durch Lieferung der Ware und Uebertragung des Geldkapitals erfüllt, jedoch mit dem Unterschiede, dass der Kapitalgeber nicht der Spekulant selbst ist.[1]) Sowie kein neues Kapital beschafft und in Bewegung gehalten wird, (d. h. soweit ein zeitloser Ausgleich bei ein und demselben Spekulanten erfolgt) kann auch keine Wirkung auf dem Geldmarkt eintreten, diese erfolgt vielmehr in dem Momente, in welchem von seiten des Käufers, Differenzschuldners oder Reportierenden Geldkapital per Saldo hingegeben werden muss. Das ist um so mehr der Fall, wenn eine *nicht* zeitlose Kapitalübertragung von einer Seite die Neuaufbringung des Kapitals erfordert und von der anderen Seite die vorherige Verfügung darüber ausschliesst, wenn nicht Kreditkapital in Anspruch genommen werden soll. Die Kapitalbewegungen aus solchen Ursachen stellen den Hauptteil der durchschnittlich M. 685 Millionen pro Monats-Ultimo im Jahre 1910 (wie S. 46 angegeben).

---

## Beispiele zur Kapitalbewegung in der Terminspekulation.

**A. kauft am 1. Januar von B. C. D. je 15 000.— M. Aktien à 100 % per Ultim. Januar = eff. M. 45 000**

**Im Laufe des Januar steigt der Kurs auf 102 % und**

**A. verkauft an X. Y. Z. je M. 15000 Aktien à 102 % per Ultimo Januar . . . . . = eff. M. 45 900**

Die Engagements von A. sind in den Effektenposten glatt; er wird auch bei der Lieferung der Papiere ausgeschaltet. An Kapital dagegen hätte A. an B. C. D. je M. 15 000.— zu zahlen und von X. Y. Z. je 15 300 M. zu erhalten. Hier tritt die Verrechnungsinstanz ein und überträgt das Kapital im Buchungsverfahren an B. C. D. in demselben Augenblick, in welchem A. je M. 15 300 X. Y. Z. gutgeschrieben erhält. A. selbst hat demnach kein Kapital neu hinzugeben, bereitzustellen oder zu leihen. Anders verhält es sich bei B. C. D. Jeder von ihnen hat je M. 15 000.— Geldkapital zu erhalten, welches ihnen

---

[1]) Bernhard a. a. O. S. 120/1.: „Wenn es sich bei Börsengeschäften lediglich um ein Differenzspiel handelte, so würden die Zinssätze ganz ohne direkten Einfluss auf die Börsenkurse bleiben. Da aber die börsenmässigen Zeitgeschäfte in Wirklichkeit mit allen andern gleichwertige *Kredit*geschäfte sind, so spielt der Preis, um welchen man den nötigen Kredit gewährt erhält, eine sehr grosse Rolle. Der Börsenmann, welcher ein Engament à la Hausse unterhält, muss am Ultimo dafür sorgen, dass entweder er oder ein anderer die Stücke bezieht. Kann er sie nicht beziehen, und steigt der Zinssatz so hoch, dass ihm das Leihen von fremdem Geld nicht rentabel zu sein scheint, so muss er die Ware verkaufen".

Wenn dagegen der Spekulant A. ohne eigenen Kapitalbesitz im Laufe eines Monats M. 100000 Phönix-Aktien kauft und ebensoviel per denselben Termin verkauft, so wird für ihn Lieferung und Empfang der Effekten und Zahlung und Empfang des Geldkapitals gegenstandslos und überflüssig. Das Interesse dieses Mannes ist in Wirklichkeit nur auf die Differenz gerichtet.

unbedingt übertragen werden muss. *Nach* Erhalt des Kapitals, also erst *nach* Ultimo können B. C. D. demselben eine neue Verwendung geben. (Evtl. auch vorher durch neue Terminverwendung. Diese Erweiterung der Betrachtung würde die Klarheit zu sehr beeinträchtigen.) X. Y. Z dagegen haben ja M. 15 300.— Geldkapital *vor* Ultimo bereit zu stellen, resp. zu besorgen und am Ultimo selbst hinzugeben. Hierin liegt der Schwerpunkt des Einflusses auf den Geldmarkt. Von X. Y. Z. *vor* und *am* Ultimo: Vorenthaltung (Bereitstellung), Leihen des Kapitals aus dem Geldmarkt; von B. C. D. dagegen *neue* Verwendungsmöglichkeit des Kapitals *nach* Ultimo. Die Verrechnungsinstanz schaltet bei A. eine Herausziehung und Neuverwendung von Kapital aus (bis auf die Differenzen), dagegen nicht bei B. C. D. X. Y. und Z., d. h. bei allen jenen Geschäften, bei denen ein Saldo übrig bleibt. In unserem ersten Beispiele sind

Spekulationskäufe: 6, in Summa M. 90 900.
Kapitalübertragungen überhaupt 6: i. Sa. „ „

Es scheiden durch zeitlose Verrechnung für den Einfluss auf den Geldmarkt aus die Uebertragungen *an* A., daher auch *von* A (bis auf die Differenzen) = M. 45 000. — Es kommen für den Geldmarkt in Betracht die Kapitalübertragungen von X. Y. Z. *an* B. C. D. (und die Differenzen) = M. 45 900, d. h. die bei ein und demselben Spekulanten nicht ausgleichbaren Geschäfte (Saldogeschäfte).

### 2. Beispiel der Kapitalbewegung im Termingeschäft.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| A. kauft von | B. | M. 15 000 X-Aktien | à 100 % | = M. 15 000 | | |
| „ „ „ | C. | M. 15 000 Y-Aktien | à 150 % | = M. 22 500 | } | M. 67 500 |
| „ „ „ | D. | M. 15 000 Z-Aktien | à 200 % | = M. 30 000 | | |
| „ verk. an | E. | M. 30 000 U-Aktien | à 225 % | = M. 67 500 | | |

alle Abschlüsse per denselben Termin.

Von A. selbst ist *kein* Kapital neu zu besorgen; [es sei denn, dass er die *ver*kauften U-Aktien nicht besitzt und sich diese erst im Leihwege beschaffen muss]. Dagegen muss von E. M. 67 500 Kapital hingegeben und von B. C. D. der gleiche Betrag empfangen werden. Aus der Verfügungsgewalt des E. geht Kapital in die Verfügung von B. C, D über.

Für den Einfluss dieser Kapitalbewegung auf den Geldmarkt bietet das Termingeschäft direkte Beweise. Der Bedarf (resp. die Beschaffung und Hingabe des Kapitals) tritt nämlich unter solchen Umständen und zu so bestimmter Zeit auf, dass er schwerlich auf andere Ursachen zurückgeführt werden kann.[1])

Einmal ist der Umfang der Spekulationsumsätze per Termin durch die neueren Bankbilanzen und die Verrechnungsinstanz der Bank des Berliner Kassenvereins jeweilig zum grossen Teil auf eine annähernde Anzahl von Millionen feststellbar. Es sind das die in den M. 685 Millionen[2]) enthaltenen Effektenumsätze

[1]) Vgl. Neuwirth, Bankakte S. 246/7.
[2]) Vgl. S. 46.

zuzüglich der Reportdarlehen der Banken (und sonstiger reportierender Kapitalisten). Sodann aber geschieht die Kapitalbeschaffung aller jener, die ihre Spekulation nicht am Termin endgültig abschliessen, sondern bis zum nächsten Monat verschieben wollen, durch das ausschliesslich für Effektengeschäfte angewandte Reportierungsverfahren. Die endgültige Abnahme und Bezahlung eines Effekts im Termingeschäft erfordert (flüssiges) Geldkapital in genau derselben Menge und Befristung, als ob der betreffende Kauf in diesem Momente ein Kassakauf wäre. Jenes Kapital dagegen, welches zur Prolongierung von Terminengagements in Anwendung kommt, ist von genau 1-monatlicher Dauer der Verwendung. Der Hergang einer Prolongation ist aus folgendem Beispiel ersichtlich:[1])

A. (der Haussier) kauft M. 30 000 Bergwerks-Aktien à 250 % wofür er am Ultimo Januar M. 75 000 (+ Stückzinsen bis Ultimo Jan.) zu zahlen hat, die er aber nicht besitzt.

B. (der Baissier) hat für die verkauften M. 30 000 Bergwerks-Aktien zu 250 % M. 75 000 (+ Stückzinsen bis Ultimo Januar) am Ultimo Januar zu erhalten.

Nun wendet sich A. an die *X-Bank*: diese zahlt für ihn an B. M. 75 000 (+ Stückzinsen bis Ultimo Jan.) und empfängt M. 30 000 Aktien am Ultimo Jan. Die Bank hat aber nicht die Absicht, selbst zu spekulieren, sondern sucht für ihre M. 75 000 Darlehen nur eine Verzinsung während eines Monats; dagegen setzt A. die Spekulation fort, indem er von der X-Bank sofort die Bergwerks-Aktien à 250 % per Ultimo Februar (d. h. auch mit den Stückzinsen bis Ultimo Februar), zurückkauft. Die Bank hat von A. nur für M. 75 000 Zinsen zu erhalten. Diese letzteren vergütet ihr A. in Gestalt eines Kurszuschlages beim Rückkauf der Effekten = des Reports. Es ist also das Reportgeschäft eine günstige Gelegenheit zu kurzfristiger Kapitalverwendung.

Dadurch, dass sich für jeden Ultimo die Kapitalbesorgung erneut, dass an die Stelle der etwa erledigten Termingeschäfte neue treten, besteht eine beständige gegenseitige Beeinflussung zwischen dem Stande des Geldmarktes und der Terminspekulation oder m. a. W.: der Zinssatz für kurzfristiges Leihkapital steht in Wechselwirkung mit der Ausdehnung und Bewegung der Ultimospekulation.[2]) Die Möglichkeit der Inanspruchnahme von bestimmtem kurzfristigem Leihkapital für Terminzwecke liegt in dem fixen Zeitpunkte der Rückgabe und der relativ hohen Sicherung der Rückzahlung des geliehenen Kapitals.

Aber, so wird man einwenden, wenn der Terminspekulation wirklich eine solche Bedeutung auf dem Geldmarkt zuzuschreiben ist, so müssten doch in Newyork, wo kein dem unsrigen entsprechendes Termingeschäft besteht, sich die Ver-

[1]) Salings Börsenpapiere, I. 1909 S. 405 ff. vgl. Schär a. a. O. S. 171—177.
[2]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 101 ff.

hältnisse anders, günstiger gestalten. Tatsache ist aber, dass die Effektenspekulation nirgends so sehr im Schwunge ist und solche Auswüchse zeitigt als gerade in Newyork. Der Widerspruch ist nur ein scheinbarer. Auch die dortigen Geschäfte sind wesentlich Termingeschäfte, jedoch nicht so langfristige wie z. B. in London, Paris und Berlin. Auch in Newyork blüht die Börsenspekulation, und die Hauptsache ist, auch dort wird ein grosser Teil der Geschäfte durch Prolongation in der Schwebe gehalten. Dies wird ermöglicht durch oftmalige Prolongation im Monat, während in Berlin nur eine einmalige notwendig ist. Infolge der grossen Menge von Engagements und der sehr schnell wechselnden Tendenz haben wir in Newyork oft längere Zeit die höchsten Sätze für tägliches bezw. ganz kurzfristiges Leihkapital, ferner sehr hohe und niedrige Sätze nahe bei einander. Die in Berlin sich einmal im Monat zeigenden Mängel der Terminspekulation treten in Newyork öfter in Erscheinung und haben gleichzeitig einen Teil der Mängel der Kassaspekulation (Tendenz, *tägliche* Liquidation) im Gefolge. [1])

Der Umstand, dass für die Fortführung der Terminspekulation ganz bestimmtes kurzfristiges Geldkapital in Betracht kommt, ist sowohl für den Geldmarkt, wie für die Spekulationsausdehnung von erheblicher Bedeutung. Je kurzfristiger das Kapital zum Effektenerwerb ist, je näher der Termin der Rückgabe bevorsteht, um so mehr besteht die Notwendigkeit baldigen Besitzwechsels. Das kurzfristige Kapital erhöht demnach den Spekulationscharakter der Effekten. Ein vorzügliches Beispiel ist Newyork,[2]) wo man mit täglich kündbarem Leihkapital (call money) spekuliert und der Spielcharakter der Effekten am höchsten ausgebildet ist. Papiere, welche mit kurzfristigem Geldkapital gekauft werden, *müssen* so lange über dem Markte schweben, bis sie durch langfristiges Kapital aufgenommen werden. Man rühmt dem Termingeschäft nach, dass es gerade auf diese Weise bei grösseren, besonders staatlichen Emissionen einen grossen Dienst leiste. Das hat aber auch den Uebelstand, dass in Zeiten der Knappheit an solchem Kapital, welches zu dauernder Hingabe bereit ist, die Möglichkeit besteht, über die Kapitalersparung des Landes und den in nächster Zeit zu erwartenden Zufluss an Neukapital hinaus als Ersatz das kurzfristige Kapital des Geldmarktes festzulegen und eine hier bestehende Knappheit um so fühlbarer zu machen. Emissionskäufe auf Termin befördern einerseits die Festlegung (d. h. Umwandlung und Zerstörung) von Geldkapital bis zur Höhe der Emission, sie sorgen andererseits nicht für den entsprechenden Ersatz an kurzfristigem Kapital (resp. zieht erst die Verteuerung desselben weiteres Kapital vom Auslande herbei).[3])

---

[1]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 103—106.
[2]) Vgl. Schumacher a. a. O. S. 7 ff.
[3]) Vgl. Spiethoff in Schmollers Jahrbuch 1909. S. 932.

Aber auch in bereits emittierten Effekten können Terminkäufe diese Wirkung haben. In der Hausse z. B. nehmen die Terminkäufe eine solche Ausdehnung an, dass die zu liefernden Effekten z. T. dem effektiven Kassageschäft entnommen werden. Während nun der Terminkäufer kurzfristiges Kapital von Monat zu Monat neu besorgen muss, geht dasselbe gleich beim ersten Geschäftsabschluss endgültig an denKassaverkäufer über und kommt so in die Gefahr, in anderen Effekten (Unternehmungen u. dgl.) dauernd angelegt zu werden, d. h. also die dem Terminmarkte verfügbare kurzfristige Kapitalmenge noch zu vermindern. Umgekehrt lasten bei der Baissespekulation die vielen schwebenden, nicht abgenommenen Effekten solange drückend auf dem Markte, bis die Kassaspekulation demselben durch effektive Käufe neues kurzfristiges Kapital zur Verfügung stellt.

Die Reportierung hat jene Geschäfte zum Gegenstand, welche (vom Standpunkt des Spekulanten) durch Eintritt eines Dritten in der Schwebe gehalten werden. Die Existenz des Reports an sich ist ein Kennzeichen des Fehlens fixer Abnehmer. Die allgemeine Höhe des Reportzinssatzes[1]) richtet sich nach dem für Prolongationszwecke bestehenden Verhältnis zwischen Kapitalnachfrage und Kapitalangebot.[2]) Dieses wird in den meisten Fällen mit der Lage des gesamten Geldmarktes übereinstimmen. Hoher Report bedeutet also Kapitalmangel für Spekulationszwecke, und bei starkem Prolongationsbedarf ist der Report auch in Zeiten von Kapitalfülle wenigstens relativ hoch.[3]) Der Umstand, dass die Schwankungen des Reportsatzes mit den Konjunkturschwankungen nicht parallel laufen, beweist, dass der Report ein direkt durch die Grösse und Verhältnisse der Terminspekulation gebildeter, auf den Geldmarkt selbständig wirkender Faktor ist. Der Diskontsatz der Reichsbank ist für die Bildung des Reportsatzes fast bedeutungslos, so dass letzterer bald höher bald niedriger sein kann als der Reichsbankdiskont.[4]) Ist der Reichsbankdiskont höher, so wird sich der Bedarf an Reportierungskapital grösstenteils am offenen Geldmarkt befriedigen, andernfalls aber auf die Mittel der Reichsbank zurückgreifen. Weil aber die Reichsbank keine Reportierungsgeschäfte machen darf, so entzieht ihr die Spekulation Kapital auf anderem Wege. (Darüber später).

Vor allem hat das für den Wechseldiskont verfügbare Kapital unter dem Bedarf für Reportzwecke zu leiden. Der Grund liegt in den nahen Beziehungen beider Verwendungsarten. Das Reportgeschäft

---

[1]) Die absolute Höhe des Reportbetrages hängt natürlich ausserdem vom Kursstande ab; die gleichzeitige Verschiedenheit der einzelnen Reportsätze verschiedener Papiere richtet sich in Einzelfällen sowohl nach der Qualität der zu reportierenden Effekten als auch nach dem Machtverhältnis zwischen Hausse- und Baissepartei in dem betr. Papier, sodass es vorkommen kann, dass eine Partei der andern direkt die Höhe des Reportsatzes vorschreibt.

[2]) Dieses Verhältnis kommt im Zinssatze für Ultimo-Darlehen zum Ausdruck.

[3]) Vgl. die Tabelle III. 3.

[4]) Vgl. die Tabelle III. 3.

steht technisch dem Lombardgeschäft, der Wirkung nach dem Wechselgeschäft nahe. Insbesondere das letztere nähert sich dem Report immer mehr durch das Sinken der Wechselverfallzeit und das Wachsen ihrer Durchschnittsgrösse.[1]) Vorübergehend verfügbare kurzfristige Leihkapitalien werden sich je nach der Art der Bedingungen und der Höhe des zu erzielenden Nutzens bald hierhin bald dorthin ziehen. Wäre (unter sonst gleichen Verhältnissen!) der Privatdiskont höher als der Reportsatz, so würde die Wechselanlage bevorzugt werden, umgekehrt dagegen ist es die Reportanlage. In der Regel aber ist der Reportsatz höher als der Privatdiskont.[2]) In dieser Marge liegt der Anreiz, à Conto von Wechseldarlehen Reportanlagen zu bevorzugen, besonders dann, wenn durch die weitere Nachfrage nach Wechseln ein weiteres Sinken des Privatdiskonts zu erwarten sein würde. Eine aussergewöhnliche starke Gewährung von Reportdarlehen muss sich daher auf den anderen Nachfragegebieten für kurzfristiges Leihkapital um so schwerer fühlbar machen.

Die Konkurrenz zwischen Wechsel- und Reportgeschäft beleuchtet treffend E. N. Weill:[3]) „Eine stärkere Beeinflussung des Marktdiskontsatzes durch die Anziehungskraft einer anderen Art der Anlage von Leihgeld kann nur stattfinden, wenn jene andere Anlage — neben gleich hohem Ertrag — auch alle die anderen Vorteile bietet, welche bereits durch den Begriff des börsengängigen Wechsels bedingt sind. Die einzige, diesen Anforderungen entsprechende Anlage, welche mit den börsengängigenWechseln konkurriert, ist die Anlage in Report“ (auch Schatzscheine). Hindernisse für den Ausgleich beider Anlagearten sind die starken Schwankungen der Reportsätze und ihre Abhängigkeit von wechselvollen Verhältnissen, ferner die Börsensteuern, welche die Kosten der Reportanlage erhöhen, wie z. B. in England. Einen treffenden Beweis hierzu liefert uns Lotz:[4]) „Wie sehr z. B. das Reportgeschäft ein Rivale des Diskontmarktes werden kann, zeigt sich lehrreich an der Wiener Börse, wo vor Wiedereinführung des Terminhandels die Effektenabschlüsse von Tag zu Tag, später zweimal wöchentlich verlängert werden mussten und der Geldgeber[5]) tatsächlich oft je nach der Höhe der zu erwartenden Zinsnutzung die Wahl zwischen der Anlage im Diskont- oder Reportgeschäft traf. Und nicht allein in Wien, sondern an jeder grösseren europäischen Börse ist es eine für den Zusammenhang zwischen Reportzins und Diskonto charakteristische Erscheinung, dass die Banken,

---

[1]) Geschäftsbericht der Reichsbank pro 1910: Die durchschnittliche Grösse der Platzwechsel ist von M. 2500.— in 1909 auf M. 2609.— in 1910 gestiegen, die durchschnittliche Verfallzeit dagegen von 45 auf 42 Tage gesunken.

[2]) Der Grund liegt unter anderem in der ungleichen Realisierbarkeit und dem ungleichen Risiko. Vgl. Tabelle I. 2.

[3]) E. N. Weill a. a. O. S. 17.

[4]) Lotz im Handwörterbuch der Staatswissenschaften 1900, Artikel „Diskonto und Diskontopolitik“ S. 175/6.

[5]) „Geld“ i. S. von kurzfristigem Leihkapital.

sobald bei einer Regulierung die Reportsätze auffallend steigen, mittels Erleichterung ihres Wechselportefeuilles, d. h. durch Inanspruchnahme des Diskontmarktes, die Mittel schaffen, welche sie dann in der lohnenderen Reportierung anlegen. Dass entsprechend auch Lombardzins und Diskonto sich beeinflussen, ist vollends zur Genüge oft dargelegt." „Wenn auch wegen der Abhängigkeit von der jeweiligen Lage der Spekulation der Reportzinssatz viel grösseren Schwankungen als der Diskontosatz unterworfen ist, so stellt sich doch auch der Diskontosatz überall als eine indirekt auch vom Spekulationsmarkte beeinflusste und diesen wieder beeinflussende Grösse dar."

Für die Grösse des Einflusses der Terminspekulation auf den Kapital- und Geldmarkt ist die Art der Kreditverhältnisse von hoher Bedeutung. Die reportierten Engagements schweben fast ganz mit Bankkapital, und nur für die evtl. Kursdifferenz wird Sicherheit bestellt. Die Anspannung der Kreditverhältnisse kann natürlich im Kassageschäft ebenso irrationell werden, wie im Termingeschäft. Aber in ersterem handelt es sich um — im Einzelfalle — kleinere Posten von ursprünglich nicht erwarteter sofortiger Verfügbarkeit; das beweist auch die Nichteinstellung dieser Forderungen unter die sogen. liquiden Mittel, wozu die Reports stets gerechnet zu werden pflegen. Die Wirkung auf den Kapital- und Geldmarkt ist also bei der Kassaspekulation eine vorweggenommene und, da die Ansprüche derselben mit ihrer Beständigkeit eine Art Normalzustand bilden, im Einzelfalle resp. in kürzerer Zeitspanne nicht so fühlbar.[1])

Die Termingeschäfte sind schlecht gedeckt, alle gleichzeitig fällig und mit kurzfristigem Kreditkapital aufgebaut, von welchem man eine prompte Verfügbarkeit erwartet. Gerade die Verbindung dieser Umstände macht sie in so hohem Masse vom Geldmarkte abhängig und umgekehrt den Geldmarkt von ihnen,[2]) denn die Kapitalversorgung ist ständig eine gleichzeitige, eine fast den ganzen Wert umfassende und daher ins Gewicht fallend. Andererseits äussert sich im Termingeschäft der Einfluss des Zinsfusses für flüssiges kurzfristiges Kapital aus denselben Gründen in erster Linie um so fühlbarer. Dieser Umstand begründet es, dass die Bewegungen der Hausse und Baisse ebenso wie der Börsenkrisis in der Regel im Terminmarkte ihren Ausgangspunkt nehmen.[3])

---

[1]) Vgl. auch Bachmann a. a. O. S. 118.
[2]) Vgl. auch Bachmann a. a. O. S. 96—97.
[3]) Vgl. Bachmann a. a. O. S. 74 ff.
Über die Kapitalbeschaffung der Terminspekulation durch Effektenlombard bei der Reichsbank s. später.

## Die Kapitalbewegung zwischen den Spekulantengruppen.

Die im Abschnitt IV. geschilderte Kapitalbewegung während der verschiedenen Stadien der Effektenspekulation geht im wesentlichen zwischen der organisierten Spekulation und der sogen. Privatspekulation oder dem Publikum vor sich. Diese zweite Gruppe ist an Zahl und Bedeutung die wichtigste, denn von hier aus kommt auf die Dauer stets das Geldkapital endgültig her, sei es für die Aufnahme neuer Emissionen, sei es zur Gewinnrealisierung der organisierten Spekulation. Aus den entgegengesetzten Gründen, aus denen heraus die organisierte Spekulation im allgemeinen stets die Oberhand zu behalten pflegt, ist das Publikum (die sogen. Aussenseiter) das natürliche Objekt der Ausplünderung.[1])

Aus dem jeweiligen Verhältniss der beiden Spekulantengruppen ergeben sich die sogen. Börsentendenzen. (Hausse und Baisse u. dgl.) Bei einer Haussebewegung betätigt sich beim Effektenkauf vor allem das Publikum, beim -Verkauf hauptsächlich die organisierte Spekulation. Von den Schultern weniger kapitalkräftiger Effektenbesitzer wird das Risiko des Kursfalles auf die zahlreiche Masse des grossen Publikums abgewälzt. Umgekehrt ist bei Kursermässigung, speziell in einer Baisse, das Publikum der hauptsächlich verkaufende Teil. Jetzt ist die organisierte Spekulation vermöge ihrer Kapitalkraft in der Lage, das an den Markt kommende Effektenmaterial zu niedrigen Kursen aufzunehmen und während der Zeit des Kursfalles im Besitz zu behalten. Das Risiko des Kursfalles ist zu der Zeit, in welcher die organisierte Spekulation kaufend in den Markt einzugreifen pflegt, schon ein bedeutend verringertes und wird von ihr leichter getragen als von der durch den ersten Kapitalverlust scheu gewordenen Masse. Ein Abbild der Tendenzen bildet die Bewegung der eigenen Effektenbestände der Banken. Regelmässig lässt sich konstatieren, dass dieselben trotz ausserordentlicher Emissionen, welche erfahrungsgemäss alle erst in den Besitz der Banken übergehen, während einer Hausseperiode meistens nur eine verhältnismässig minimale Zunahme aufweisen. Vgl. Tab. III 2. Es gelingt den Banken, in solcher Zeit selbst ihre sonst unveräusserlichen Effekten an das Publikum abzusetzen. Umgekehrt verzeichnet der Effektenbestand der Banken während einer Baisseperiode gewöhnlich eine bedeutende Zunahme. Die Käufe geschehen alsdann zur „Haltung des Marktes", Verhinderung weiterer Kursstürze, und Verhütung der Entwertung der ständigen Effektenbestände der Banken. Diese anfänglich mit einem nicht realisierten Verlust verbundene Aktion ist später mit einem um so grösseren Gewinn der Banken verbunden.

Betrachten wir die Wirkung der aus dem Zusammenwirken der beiden Gruppen sich ergebenden Kapitalverschiebung an der folgenden Darstellung:

---

[1]) Vgl. Bähr a. a. O. S. 44, Ehrenberg a. a. O. S. 9—21, L. v. Petrazycki a. a. O. S. 58—9, Bouniatian a. a. O. I. S. 45.

Es braucht nicht erst hervorgehoben zu werden, dass nicht die grössere Menge der Umsätze *an sich,* sondern die über das Effektenangebot hinausgehende dringende Nachfrage das Hauptmerkmal der Hausse und die Ursache der Kurssteigerung ist. Umgekehrt ist die Baisse durch die Dringlichkeit des Angebots gegenüber einer zurückhaltenden Nachfrage gekennzeichnet. Immer aber steht jedem effektiv abgeschlossenen Kauf auch ein Verkauf gegenüber (2 Seiten desselben Vorganges), und der im Kurse erzielte Preis ist für beide Teile der gleiche. In der Hausse muss der Kauflustige den Preis für das Effekt erhöhen, um neues Angebot hervorzurufen, in der Baisse ihn ermässigen, um neue Abnehmer zu finden.

---

## *I. Hausse.*

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 1. Effektennachfrage relativ stark und dringend. | 1. Effektenangebot relativ gering und zögernd. | |
| | 2. Grössere Anzahl der Effektenkäufe (Umsätze.) | 2. Grössere Anzahl der Effektenverkäufe (Umsätze.) | |
| | 3. Kurssteigerung . . . . . . . . . . . . | 3. Kurssteigerung. | |
| | 4. *Käufer:* Publikum, zahlreiche und z. T. neu hinzukommende Individuen mit ursprünglich geringem (spekulativem) Effektenbesitz . . . . . | 4. *Verkäufer:* Organisierte Spekulation (Banken. Emittenten und ihr Anhang) mit ursprünglich grossem Effektenbesitz. ◁——◀ | Ergänzung des Effektenbesitzes durch Emissionen. |
| | 5. „ = Kapitalschwächere, Kredit*nehmer* | 5. „ = Kapitalstärkere, Kredit*geber*. | |
| Neukapital | 6. ▶——▷ und Kreditkapital für die Effektenkäufe an ◁——6.——◀ / ▶————▷ | Kreditkapital zum Effektenkauf des Publikums. | |
| | 7. „ Kapitalsschuldner; angespannte Kreditverhältnisse . . . . . . | 7. „ Kapitalgläubiger; angespannte Kreditverhältnisse. | |
| | 8. Starke Bindung von Geld-Kapital während der Übertragungsfunktion. . . . . . . . | 8. Starke Bindung von Geldkapital während der Übertragungsfunktion. | |
| | 9. Anwachsen des Effektenbesitzes. . . . . | 9. Abnahme des Effektenbesitzes einerseits u. Ergänzung desselben durch Emissionen. Umwandlung von flüssigem Kapital in Anlagekapital an ▶——▷ | Industrie etc. |
| | 10. Anhaltend starker Kapitalbedarf; erschwerte Kreditnahme . . . . . . . . . . . . | 10. wachsende Kapitalknappheit; erschwerte Kredithergabe. ◁——◀ | Kapital von der Reichsbank. |
| | 11. Steigen des Zinsfusses. | 11. Steigen des Zinsfusses. | |

## II. *Baisse.*

| | | |
|---|---|---|
| 1. Effektenfrage relativ gering und zurückhaltend | | 1. Effektenangebot relativ stark, dringend, evtl. erzwungen. |
| 2. Zahlreiche Effektenankäufe | | 2. Zahlreiche Effektenverkäufe. |
| 3. Kursermässigung. | | 3. Kursermässigung. |
| 4. Käufer: organisierte Spekulation. | | 4. Verkäufer: Publikum. |
| 5. Kapitalstärkere. | | 5. Kapitalschwächere. |
| 6. Effektenbesitz (der spekulative) zunehmend | | 6. Effektenbesitz (der spekulative) abnehmend. |
| 7. Geldkapital fliesst ab. | ➤——7.——▷ | Geldkapital als Gegenwert der verkauften Effekten. |
| 8. Geldkapital ermässigt die Kreditanspannung. | ◁——8.——❮ | Geldkapital zur Kreditabdeckung. |
| 9. Bindung von Geldkapital während der Übertragungsfunktion | | 9. Bindung von Geldkapital während der Übertragungsfunktion. |

## III. *Depression.*

| | | |
|---|---|---|
| 1. Effektennachfrage gering. | | 1. Effektenangebot gering. |
| 2. Kursstillstand, mässige Umsätze | | 2. Kursstillstand, mässige Umsätze. |
| 3. Käufer: Abwechselnd organisierte Spekulation und Publikum | | 3. Verkäufer: Abwechselnd Publikum und organisierte Spekulation |
| 4. Effektenbestand ist vermehrt | | 4. Effektenbestand ist vermindert. |
| 5. Ermässigte Bindung von Kapital während der Übertragungsfunktion. | | 5. Ermässigte Bindung von Kapital während der Übertragungsfunktion. |
| 6. Kreditanspannung verringert | | 6. Kreditanspannung verringert. |
| 7. Zunahme von flüssigem Kapital, da wenig Umwandlung in Anlagekapital. | ◁——7.——❮ | ◁——❮ Neukapital. |
| 8. Sinken des Zinsfusses. | | 8. Sinken des Zinsfusses. |

Zu diesen Darstellungen ist folgendes zu bemerken: Die Banken sind berufsmässige Kapitalvermittler, die Differenz zwischen dem *von* ihnen und dem *an* sie gezahlten Zins ergibt ihren Gewinn. Der Zinsfuss wird also relativ niedrig sein, wenn das Publikum grosse Guthaben unterhält, welche die Banken nur zu niedrigem Zinsfuss — etwa in Wechseln — anlegen können. Die Banken suchen jetzt selbst Verwendung für das Geldkapital und bieten es billig aus, um überhaupt eine rentable Benutzung zu erzielen und für ihre Gläubiger den Zins zahlen zu können. Steigt dagegen, wie in der Hausse, die Kreditinanspruchnahme seitens des Publikums, so geht ein Teil des Kapitals besonders vom Wechselmarkte zum Spekulationsmarkte über. Die Banken brauchen nicht mehr nach Verwendung für ihr Kapital zu suchen, denn man verlangt von ihnen oft mehr, als sie anzulegen bereit sind. Aus diesem Grunde und wegen der Zunahme des Risikos in der spekulativen Kredithergabe werden die Banken den Zinsfuss erhöhen.[1]) So lässt sich wenigstens teilweise aus der Verschiebung und der veränderten Art der flüssigen Kapitalverwendung ein Steigen und Sinken des Zinsfusses für Leihkapital ableiten.

---

## Rückwirkung des spekulativen Kapitalbedarfs auf die Reichsbank.

Zusammenfassend können wir die Beziehungen zwischen Effektenspekulation und Geld- undKapitalmarkt folgendermassen kennzeichnen: Der spekulative Besitzwechsel bewirkt eine volkswirtschaftlich fast vollkommen unproduktive Bewegung von Geldkapital (als Spekulations-Betriebskapital). Dieses letztere wird gewöhnlich vom Effektenkäufer zum grössten Teil auf dem Wege des Kredits dem Geldmarkte entnommen. Die Kreditverhältnisse bilden besonders im Stadium der Ueberspekulation eine ständige Beunruhigung des Geldmarktes und führen schliesslich zum Zusammenbruch der spekulativen Uebertreibungen. Bei Emissionskäufen durch die Spekulation wird kurzfristiges Kapital (des Geldmarktes) an Stelle von langfristigem (des Kapitalmarktes) zur Verwandlung in Anlagekapital hingegeben. Der spekulative Besitzwechsel erfordert immer von neuem eine Aufnahme von Kapital aus dem Geldmarkte und Freigabe von Kapital an denselben. Dieser spekulative Kapitalbedarf steht in Konkurrenz mit dem entsprechenden Bedarf der übrigen Volkswirtschaft (ebenfalls in der Hauptsache als Betriebskapital). Diese Rivalität ist wenig fühl-

[1]) „Man könnte nun denken, Kredit sei, objektiv, in praktisch ziemlich unbegrenzter Menge vorhanden, weil er auf dem Vertrauen aller Besitzer von geldwerten Wirtschaftsgütern beruht; tatsächlich findet er doch eine Grenze in der Übertragbarkeit der Wertobjekte, in dem Misstrauen, welches hochgespannte Zustände wachrufen, (Reissen der Kreditkette) in dem Schwinden der Rentabilität der Unternehmungen bei hochgestiegenem Leihwert des Kapitals und endlich in der Wertverminderung, welche viele kapitalistische Vermögensobjekte . . . erfahren". (Dt. Ökonomist.)

bar, wenn genügend kurzfristiges Kapital für beide Zwecke vorhanden ist, oder auch dann, wenn das Freiwerden von Spekulations-Betriebskapital den betreffenden Neubedarf deckt. Einen Einfluss auf den Geldmarkt hat erst die Bedarfsschwankung, welche von derAusdehnung und Einseitigkeit der Spekulationsbewegung abhängig ist. Der spekulative Kapitalbedarf wird von der Volkswirtschaft besonders dann als drückend empfunden, wenn in Zeiten steigender Konjunktur das Leihkapital an sich teuer ist. Im einzelnen rivalsiert das Kassageschäft mehr direkt mit dem industriellen Kontokorrent-Kredit; das Termingeschäft braucht, je nach dem Zeitpunkt der Abwicklung, Geldkapital mit kürzerer Befristung (d. h. in Newyork tägliches Geld, in London und Paris ½- bezw. 1-monatlich kündbares Leihkapital, in Berlin 1-monatliches, Ultimogeld; daneben als Ersatz besonders das tägliche Geld). Es läuft auf eine Verteuerung desjenigen Leihkapitals hinaus, welches für den Wechseldiskont in Frage kommt.

Jede stärkere Inanspruchnahme des kurzfristigen Leihkapitals überträgt sich in letzter Linie auf die Reichsbank und führt zur Diskonterhöhung. Bei der Spekulation ist die Wirkung in dieser Richtung folgende (für die Hausse betrachtet, in welcher das Publikum als Käufer auftritt): Die Privatspekulation beginnt gewöhnlich mit geringem Bankguthaben, geht aber sehr bald zum Kreditbedarf über. Der Kassaspekulationsbedarf zielt schon darauf hin, den Reichsbankdiskont zu affizieren, da die Kreditgewährung hierfür sich wegen ihrer näheren Umstände in der Verzinsung nach dem Reichsbankdiskont richtet. Die Terminspekulation hält sich zunächst an das billigere Kapital des offenen Geldmarktes. Hier verteuert sie den Zinssatz für Ultimogeld und durch dessen Konkurrenz mit dem Wechselmarkt indirekt den Privatdiskont. Bei anhaltend relativ starkem Bedarf an Ultimogeld wird das Kapital des Wechselmarktes direkt zum Spekulationsmarkt hinüber geführt. In der Hauptsache geschieht diese Transaktion durch den Leerwechsel, das Finanzaccept,[1]) dessen aus dem offenen Geldmarkt genommener Gegenwert zur Reportierung verwendet wird. Dem offenen Geldmarkte fehlt aber daß ihm im Wechselmarkte entzogene Kapital. Die Banken müssen entweder den anderen Kapitalbedarf in entsprechendem Masse unbefriedigt lassen oder neue Mittel heranholen. Letzteres tun sie hauptsächlich durch Rediskontierung von Wechseln bei der Reichsbank und im Auslande und durch Lombardierung von Effekten. Nicht die Leerwechsel selbst, sondern solide Geschäftswechsel (mit möglichst kurzer Laufzeit und gewöhnlich nicht privatdiskontfähige) gehen kurz vor Ultimo zur Reichsbank über. Die Zusammensetzung des *Reichsbank*wechsel-

[1]) Der Ausdruck „Finanzwechsel“ (Finanzaccept) wird von Riesser mit Recht bemängelt. Es müsste hier besser Leerwechsel heissen; das sind solche Wechsel, „deren Grundlage keine gegenwärtige oder zukünftige Produktion, oder ebensolcher Absatz in der Industrie, Landwirtschaft oder Handel bildet, und auch nicht behufs Mobilisierung eines bereits bestehenden Guthabens gezogen sind“. Riesser gibt aber zu, dass auch die Leerwechsel seit 1870 erheblich zugenommen haben und zwar vielfach für Zwecke der Börsenspekulation. Das bestätigt auch Robert Franz a. a. O. S. 572.

bestandes ändert sich dadurch nicht. Der Wechselbestand der *Banken* aber setzt sich zu einem höheren Prozentsatz aus Leerwechseln zusammen (bis auf wenige Leerwechsel, welche unter besonderer Maskierung doch zur Reichsbank gelangen). Im Grunde ist es für die Verminderung des gesamten Bestandes an verfügbarem Geldkapital gleichgültig, ob reelle Geschäftswechsel oder Leerwechsel zur Reichsbank wandern. Es würde der Wechselbestand nur an *dieser* Stelle, statt bei den Banken, eine veränderte Zusammensetzung erfahren. Setzen wir den Fall, dass die Leerwechsel bei der Reichsbank diskontiert würden, so ergibt sich folgendes: Gegen solchen Leerwechsel, welche ja aus nichts kreiert worden sind, gibt die Reichsbank Notenkapital. Soweit diese Noten durch Gold gedeckt sind, wird neues Kapital nicht geschaffen, sowie aber Noten ohne Deckung gegen Leerwechsel hergegeben werden, entsteht eine Schaffung von nur privatwirtschaftlichem, rein „fiktivem" Kapital. Durch die ganze Höhe der in Bankportefeuilles befindlichen Leerwechsel wird so m.E. fiktives Privatkapital geschaffen, soweit überhaupt ungedeckte Noten dagegen validieren; letzteres ist fast bei jeder Konjunktursteigerung der Fall; denn denken wir uns die Leerwechsel hinweg, so würden — wenigstens z.T. — Geschäftswechsel mit Grundlage volkswirtschaftlichen Kapitals gegen die ungedeckten Noten validieren. Je mehr die Reichsbank für Wechsel (und Leerwechsel, Tratten) in unbeschränktemUmfange Noten zu billigem Satze hergibt, um so leichter führt sie zur Ueberspannung des privatwirtschaftlichen Kredits, zur übermässigen Erhöhung der Effektenkurse und zur Fernhaltung fehlenden Kapitals, welches bei höherem Zins dem einheimischen Geldmarkte aus dem betreffenden Lande selbst oder vom Auslande her zufliessen würde; wenn sie nicht gar zur Ausfuhr von Kapital beiträgt.

Auch auf Lombardkonto sucht die Effektenspekulation den kurzfristigen Kredit der Reichsbank in Anspruch zu nehmen. Der Lombardkredit war bis vor kurzem hierzu um so mehr geeignet, als er sich jederzeit wieder zurückerstatten liess, falls der betreffende Spekulant bezw. Reporteur in nächster Zukunft Kapitaleingänge zu erwarten hatte. Dieser Umstand ist für die organisierte Spekulation von Vorteil; denn ohne die Möglichkeit der Lombardinanspruchnahme hätte sie *vorher* ihr Wechselportefeuille zu sehr erleichtern müssen, und es wäre *nachher* die Konkurrenz im Wechselankauf eine zu grosse. Durch das Aufnehmen von Lombarddarlehen wird diese spätere Konkurrenz vermieden und für den Kapitalzufluss eine sofortige Verwendung zur Kreditabdeckung gewährleistet. Neuerdings ist die Reichsbankleitung zu der Ansicht gekommen, dass wenigstens ein Teil der spekulativen Kapitalentnahmen sich durch Erhöhung der Lombardbedingungen für den Ultimo von der Inanspruchnahme der Reichsbank fernhalten und auf den offenen Markt verweisen lassen könnte. Dieser Zweck ist durch den Reichsbankbeschluss vom 24. Mai 1911[1]) in der Tat erreicht

[1]) Reichsbankbeschluss vom 24. Mai 1911 betr. Lombard: „Im Effekten- und Wechsellombard wird 1) für den Darlehnsbestand am Ultimo des Kalendervierteljahres, 2) für die am ersten Werktage des Kalenderjahres entnommenen Darlehns-

worden. Die Spekulation sieht sich gezwungen, vorübergehend höhere Lasten für Reportzwecke zu tragen, und zwar mit dem Erfolge, dass sich auf Kosten des offenen Geldmarktes und z. T. der Inanspruchnahme durch Rediskontierung, in der Belastung der Reichsbank um diesen Termin eine Erleichterung auf Lombard-Konto gezeigt hat. Aber selbst trotz dieser Verteuerung ist noch im Jahre 1911 gelegentlich starker Kapitalknappheit des offenen Geldmarktes auf den Reichsbanklombardkredit zurückgegriffen worden.[1])

Ausser dieser Wirkung der Spekulation auf unproduktive Verwendung von Geldkapital und dessen zeitweiliger Verteuerung, offenbart sie besonders in Zeiten der Krisis ihren sozial schädlichen Charakter. Die Spekulation soll die Preisschwankungen ausgleichen und den Kurs dem „inneren" Wert des Effekts anpassen. Statt dessen treibt sie in spekulativ erregter Zeit oft die Effektenkurse weit über den sogenannten „inneren" Wert hinaus oder drückt dieselben — allerdings relativ selten — unter diesen herunter. Die Gewinne, welche auf diese Weise im Besitzwechsel erzielt werden, fallen fast immer einem und demselben kleinen Kreise von Spekulanten zu, welche auf Kosten des Publikums einen fast arbeitslosen Vermögenszuwachs erlangen. Dieser „Erfolg" der Spekulation stellt sich am klarsten in den Krisen heraus, wenn die grossen Kursverluste der Privatspekulation erkennen lassen, dass sie in der Hausse Scheinwerte erworben hatte und wieder einmal der optimistischen Tendenz zum Opfer gefallen ist.[2])

---

## Schluss.

Als Resultat dieser Untersuchung ergibt sich, dass dem Nutzen der Aktien-Spekulation in der Preisausgleichung ihre schädlichen Wirkungen auf dem Geld- und Kapitalmarkt, sowie auf dieVermögens- und Einkommensverteilung gegenüberstehen. Man soll sich jedoch hüten, wenigstens in ruhiger Zeit, den Einfluss der Effektenspekulation auf den Geld- und Kapitalmarkt zu überschätzen. Denn im Vergleich zu dem volkswirtschaftlichen Gesamtbedarf an Leihkapital und dessen Umsätzen verblasst der spekulative Bedarf sofort, wenn wir uns auf einen Vergleich der betreffenden Zahlen einlassen: Dem 23 Milliarden-Umsatz (in welchem noch Wechsel und Rechnungen aller Art enthalten sind), der Bank des Berliner Kassen-Vereins steht ceteris paribus das Vielfache der Berliner Grossbanken gegenüber, darunter bei der Deutschen Bank und der Reichsbank allein mehrere Hundert

beträge unter Abzug aller an diesem Tage erfolgten Rückzahlungen ausser den laufenden Zinsen ein Zinszuschlag für 10 Tage berechnet, wenn der Darlehnsbestand auch nur an einem dieser beiden Tage den Betrag von M. 30 000.— überschreitet".

[1]) Auch in der Presse findet sich bei solcher Gelegenheit die Bestätigung, dass auf Reichsbank-Lombard-Konto Kapital zu Spekulationszwecken entnommen worden ist. Einen Beweis bietet die seit dem letzten Reichsbankerlass eingetretene Berechnung des Reports unter Zahlung der Lombard*mehr*kosten.

[2]) Vgl. Neuwirth, „Spekulationskrisis" S. 2/3.

Vgl. Bouniatian a. a. O. I. S. 44.

Milliarden, ganz abgesehen von allen jenen Geldkapitalgeschäften, welche ohne jede Bankvermittelung abgeschlossen werden. Und wie gering erscheinen uns die täglichen Millionenumsätze der Effektenspekulation allein gegenüber dem beständigen deutschen Wechselumlauf von ca. 6 Milliarden (Philippovich)! Trotzdem ist es durchaus angebracht, wenn man an der Verbesserung der kapitalistischen Verhältnisse der Volkswirtschaft arbeitet, zuerst allen parasitären Bedarf, also auch den grössten Teil des rein börsenspekulativen, zu bekämpfen. Die Effektenspekulation ist abhängig vom Vorhandensein und der Beschaffenheit der Spekulationsobjekte, ihrerWert- und Preisbewegung und der rechtlichen und tatsächlichen Möglichkeit, in letztere einzugreifen. Etwaige Massregeln gegen die Spekulationsauswüchse müssen sich also richten: 1) Gegen die Schaffung und den Bestand spekulativ geeigneter Objekte (gegen Aktien ungeeigneter Unternehmungen, zu kleine Aktien, Börsenfähigkeit anerkannt *nur* spekulativer und minderwertiger Aktien, evtl. die Art der Emission), 2) gegen die Ursachen der Wert- und Preisbewegung (durch wirtschaftliche Solidität, durch Herabminderung der Wirkung der optimistischen Tendenz, durch wahrheitsgetreues Nachrichtenwesen, durch entsprechenden Ausbau der Oeffentlichkeit im Aktienwesen, durch Erziehung des Publikums und durch Bekämpfung der spekulativen Preisbeeinflussung und der falschen Kursnotizen), 3) gegen die übergrosse Erleichterung spekulativen Eingreifens (z. B. durch Begrenzung des Personenkreises, besonders aber durch Einschränkung und Verteuerung des Spekulationskredits, durch angemessene Besteuerung der Spekulationsumsätze).

Die energische Bekämpfung der Auswüchse der Spekulation wird von jener Seite nicht zu erwarten sein, welche aus derselben privatwirtschaftlichen Gewinn zu erzielen hofft. Und aus diesem Grunde ist der Ruf nach dem Gesetzgeber berechtigt. Denn „Ueber dem individuellen Recht auf Freiheit steht namentlich in wirtschaftlicher Richtung das Recht der Gesamtheit, das Interesse des Gemeinwohles“. Und der Spekulation gegenüber haben wir die Pflicht, ihre Grenzen so zu ziehen, dass wir eine zweite Auflage der 1870er Krisis nicht zu erleben brauchen.

---

# Tabelle I.[1]

1) Die industrielle Hochkonjunktur dauerte vom Jahre 1905—1907/8.

| | 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|---|
| Preis der Steinkohle p. to. (Dortmund) . . . . | M. 9,— | M. 10,— | M 10,08 |
| „ des Roheisens p. to. (Düsseldorf) . . . . | „ 68,3 | „ 78,9 | „ 84,3 |
| Steinkohlenproduktion in 1000 to. . . . . . . . | 121 298 | 137 118 | 143 185 |
| Roheisenproduktion „ „ „ . . . . . . . | 10 875 | 12 293 | 12 875 |
| 2) Reichsbankdiskont (Durchschnitt) . . . . | 3,82 % | 5,15 % | 6,03 % |
| Privatdiskont „ . . . . | 2,85 % | 4,04 % | 5,12 % |
| Zinssatz für Ultimogeld { wird zur Reportierung verwandt | 3,68 % | 4,95 % | 5,73 % |
| Inländische Wechselanlage der Reichsbank in 1000 M. (Durchschnitt) . . . . . . . . . | 875,723 | 946,201 | 1,060,076 |

Industrie-Emissionen in Mill. Mark

| | 1904 | 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|---|---|
| Kurswert . . . . . . . . . | 359 | 552 | 653 | 431 |
| (Nominalwert) . . . . . . | (224) | (309) | (389) | (284) |

Die Tabelle I. 1. 2. zeigt uns den Verlauf der Wirtschaftskonjunktur und innerhalb derselben die Bewegung der bedeutenderen Zinssätze und des Kapitalbedarfs (des kurzfristigen = Wechsel, des langfristigen = Emissionen.)

# Tabelle II.

1) Durchschnittskurs aller bedeutenden Dividendenpapiere an der Berliner Börse:

| 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|
| 169,14 % | 163,23 % | 149,29 % |

2. Gesamtrentabilität (Durchschnitt) gewerblicher Betriebe von ca. 260 an der Berliner Börse notierten Aktien-Ges. (nach Calwer):

| | 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|---|
| auf das Nominalkapital . . . . . . . . | 9,51 % | 10,58 % | ca. 11,0 % |
| auf den Kurswert (nicht höher als) . | 5,61 % | 6,49 % | 7,41 % |

3. Durchschnittskurse der bedeutendsten Montanwerte:

| | Jan. | Feb. | März | April | Mai | Juni | Juli | Aug. | Sept. | Okt. | Nov. | Dez. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1906 | 228,4 | 221,5 | 226,8 | **229**,5 | 227,2 | 222,1 | 220,8 | **226**,5 | 223,1 | 220,8 | 223,9 | **227**,2 |
| 1907 | 220,4 | 213,6 | 207,0 | 206,6 | 205,1 | 201,0 | 196,4 | 195,1 | **202**,6 | 194,8 | 192,3 | 190,8 |

1) Statistik laut: Stat. Jahrbuch f. d. Dt. Reich, Deutscher Ökonomist, Calwer, Neumanns Kurstabellen, Geschäftsbericht der Bank des Berliner Kassen-Vereins.

Auffällig ist die Kurserhöhung im April, August, Dezember 1906 und im September 1907. (Ob der am 1. Juli bezw. 1. Jan. stattfindende Dividendenabschlag im Kurse berücksichtigt worden ist, konnte ich nicht feststellen.)

4. Höchste Kurse von 10 wichtigen Montan-Aktien (in runden %)

| | 1904 | | 1905 | | (1902) | 1906 | | 1907 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Div. | Kurs | Div. | Kurs | Kurs | Div. | Kurs | Div. | Kurs |
| 1. Bochumer Gussstahl . . . . . . | 12 | 234 | 15 | 260 | (204) | $16^2/_3$ | 257 | 15 | 252 |
| 2. Dt. Luxemburger Bergw. . . . . | — | — | 10 | 293 | (—) | 10 | 268 | 10 | 208 |
| 3. Dortmunder Union C. . . . . . | 2 | 89 | 2 | 105 | (71) | 3 | 102 | 2 | 90 |
| 4. Gelsenkirchen Bergw. . . . . . . | 10 | 237 | 11 | 253 | (179) | 11 | 231 | 12 | 224 |
| 5. Harpener . . . . . . . . . . . . . | 9 | 228 | 11 | 227 | (181) | 12 | 222 | 11 | 222 |
| 6. Hoesch . . . . . . . . . . . . . . | 12 | 245 | 15 | 263 | (160) | 18 | 252 | 14 | 251 |
| 7. Laurahütte . . . . . . . . . . . . | 10 | 260 | 12 | 277 | (212) | 12 | 252 | 10 | 247 |
| 8. Phönix . . . . . . . . . . . . . . . | 10 | 174 | 15 | 198 | (146) | 17 | 221 | 11 | 228 |
| 9. Rhein. Stahlwerke . . . . . . . . | 9 | 199 | 12 | 210 | (159) | 15 | 212 | 11 | 209 |
| 10. Rombacher Hütten. . . . . . . . | 12 | 228 | 14 | 241 | (155) | 14 | 235 | 9 | 226 |

Pro Papier waren die Höchst-Kurse 1905: 86 % höher als 1902.

Die Tabelle II. 1. 3. 4. zeigt, dass die Spekulation bereits im Jahre 1905 die Rentabilitätsaussichten von 1906/7 eskomptiert und im Kurse kapitalisiert hatte. Die Spekulation lässt die Wellenbewegungen des Wirtschaftslebens ganz ausser acht und sieht in der Höchstdividende eine „Normal"dividende. Statt aus der vorhergegangenen Conjunkturperiode (Dividende auf das *Nominal*kapital: $\frac{1900}{10{,}96\ \%}$ $\frac{1901}{7{,}98\ \%}$ $\frac{1902}{6{,}64\ \%}$) die Lehre zu ziehen und zu folgern:

$\frac{1905}{9{,}51\ \%}$ $\frac{1906}{10{,}58\ \%}$ $\frac{1907}{11\ \%}$ also: $\frac{1908}{9\ \%}$ $\frac{1909}{8\ \%}$ u. s. w.

folgert sich falsch: $\frac{1908}{11\ \%}$ $\frac{1909}{11\ \%}$ u. s. w. 11 % oder noch höher.

5) Durchschnittskurse der Dt. Reichsanleihe:

| | 1904 | 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|---|---|
| $3^1/_2$ %ige . . . . . | 101,94 % | 101,33 % | 99,55 % | 94,66 % |
| 3 %ige . . . . . . | 90,02 % | 90,08 % | 87,73 % | 84,15 % |

Das Sinken der Kurse ist ein Zeichen des Steigens des Zinsfusses für sichere langfristige Kapitalanlagen. Die Kursbewegung der Dividendenpapiere verläuft in 1906 u. 1907 mit jener der Reichsanleihe verschiedentlich parallel, anstatt, wie in der Regel, entgegengesetzt. Die speziellen Gründe hierfür erörtert Calwer 1907 a. a. O. S. 261.

# Tabelle III.

1) Durchschnitt des Privatdiskonts in:

| | Jan | Febr. | März | April | Mai | Juni | Juli | Aug. | Sept. | Oct. | Nov. | Dez. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1906 | 3,81 | 3,35 | 4,02 | 3,44 | 3,39 | 3,68 | 3,49 | 3,43 | 4,23 | 4,83 | 5,27 | 5,58 |
| 1907 | 4,90 | 4,68 | 5,40 | 4,65 | 4,44 | 4,66 | 4,44 | 4,62 | 5,08 | 4,91 | 6,61 | 7,07 |

2. Der Bestand des Report- und Lombard-Contos sowie des Contos der Eigenen Effekten (einschliessl. Consortialbeteiligungen) war: (in Mill. Mark.)

| | | 1905 | 1906 | 1907 |
|---|---|---|---|---|
| Rep. u. Lbd. | a) bei 143 grösseren dt. Kreditbanken: | 970,9 | 1099,4 | 1162,6 |
| | b) „ den bedeutenden Berl. Banken: | 588,3 | 679,3 | 594,4 |
| Eig. Eff. | bei a) . . . . . . . . . . . . | 994,8 | 1087,8 | 1126,2 |
| | „ b) . . . . . . . . . . . . . | 659,6 | 685,3 | 688,0 |

Die eigenen Effektenbestände haben trotz der schwächeren Emissionstätigkeit auch im Jahre 1907 zugenommen. Die Abnahme des Lombard- und Reportkontos der Berliner Banken im Jahre 1907 bedeutet eine Reduzierung besonders des Spekulationskredits. Die Vermengung des spekulativen und nicht spekulativen Kredits auf diesem Conto lässt ein sicheres Urteil nicht zu.

---

3) Bewegung des *Zinssatzes für Ultimogeld* in 1906 u. 07.

| | |
|---|---|
| *April:* $4^1/_2$—$4^5/_8$—$4^3/_4$—$4^1/_4$ %; um ca. 1 % niedriger als im Vormonat . . . . . . . . . . | Bankdiskt. 5 % |
| *Juli:* 4—$3^5/_8$ %; um $1^1/_4$ u. $1^1/_2$ % niedriger als im Vormonat . . . . . . . . . . . . . . . . . | „ $4^1/_2$ % |
| *August:* $4^1/_8$—4—$3^5/_8$; reichlich Geld angeboten . | „ „ |
| *Dezember:* bis $8^1/_2$ %!; Haussestimmung; beständige *optimistische* Aeusserungen über die internationalen Geldverhältnisse! . . . . . . . . . . . | „ 7 % |
| *Septemb. 07:* $6^1/_4$—$6^1/_2$—$6^1/_4$ %; stark günstig gefärbte Industrieberichte, geringe Käufe der Grossbanken, aber höhere Kursnotizen; letzte Septbr.-Woche Montanhausse . . . . . . . . . . | „ $5^1/_2$ % |

---

4) Bewegung des *Zinssatzes für Tägliches Geld* in 1906 u. 07.

| | | | |
|---|---|---|---|
| April | 1. Woche: | 4—$3^1/_2$ %. | |
| „ | 2. „ : | $3^1/_2$ %. | |
| „ | 3. „ : | 3 %. | |
| „ | 4. „ : | $2^1/_2$ %. | |
| Aug. | 1.—4 „ : | ca. $3^1/_2$ % | |
| Dezemb. | 1. „ ? | | reichlich angeboten; optimistische Äusserungen über die internat. Geldverhältnisse, trotzdem in New York täglich Geld mit 20—30 % bezahlt wird. |
| „ | 2. „ : | $4^1/_2$ % | |
| „ | 3. „ : | 5 % | |
| „ | 4. „ : | ca. 5 %. | |
| Sept. *07* | 1.—4. „ : | $3^1/_2$—4—$3^1/_2$—3—4—5 %; | optimistische Auffassung des Geldmarktes bis kurz vor Monatsschluss. Tendenzberichte der Industrie; völliger Umschlag in der 4. Woche. |
| „ | 4. | Krisis in New York | |

### Zu den Tabellen I bis III.

## Verlauf der Effektenspekulation im Jahre 1906 und 1907.

Die industrielle Hochkonjunktur hatte im Jahre 1905 begonnen und war noch in demselben Jahre von der Spekulation in den Effektenkursen eskomptiert worden. (Tab. II 4.) Im Februar 1906 herrschte eine „erstaunliche Geldflüssigkeit“, deren Wirkung auf die Spekulation jedoch durch starke ausländische (politische und wirtschaftliche) Einflüsse paralysiert wurde. Im April gelang eine bedeutendere Hebung der Kurse mit „billigem Gelde“. (Vgl. Tab. II 3 und III 1, 3, 4.) In den Moanten Mai bis August mussten die Banken an ihre Klientel grosse Kredite zur Aufnahme von Neuemissionen gewähren. Unter dem Einflusse der optimistischen Tendenz wurden die neu eingeführten Aktien vom Publikum zu hohen Kursen gekauft, aber die hohen Zinssätze drückten sie schnell nach unten. Erst dem billigen Gelde im August gelang wieder eine Hebung der Kurse. In den letzten Monaten in 1906 bestätigte sich wieder die Erfahrung, dass regelmässig zum Jahresschlusse die Effektenkurse steigen, in diesem Falle sogar trotz der plötzlichen Steigerung des Reichsbank- und Privatdiskonts, auf dessen Kosten reichlich „Geld“ der Spekulation geliehen wurde. Es wurde besonders stark mit optimistischen Aeusserungen über die zukünftige Lage des internationalen Geldmarktes operiert. „Man ging wohl nicht fehl, wenn man diese feste Grundtendenz am Schlusse des Berichtsjahres auf das Eingreifen der Grossbanken zurückführt, die im Interesse der Bilanzen ihrer Institute die Bewertung aller Effekten höher zu gestalten sich bemühten.“[1]) (Zunahme der Reports und Eigenen Effekten vgl. Tab. III 2.) Im ganzen Jahre 1906 waren die Effektenumsätze bedeutend geringer als 1905, eine Wirkung des allgemein gestiegenen Zinsfusses. (Vgl. Tab. I 2.)

Das Jahr 1907 stand überwiegend unter dem Einflusse der sich verstärkenden Kapital- und Geldknappheit und der amerikanischen Krisis. Die Berufsspekulation schritt zur Realisation. Während derselben wurden immer wieder kleinere Gelderleichterungen gewährt. Die Kursstürze in Newyork (am 4., 13. und 23. März) hatten ebenso in Berlin Angstverkäufe und Kursstürze zur Folge, wozu im März eine plötzliche Verteuerung des Spekulationskapitals trat. „Nach weiteren panikartigen Kursherabsetzungen trat dann gegen Ende des Monats eine Beruhigung ein: Es zeigte sich nach Abwickelung der Angstverkäufe ein gewisses Bestreben der leitenden Berliner Banken, die Nervosität des Publikums etwas zu beruhigen. Dies gelang auch verhältnismässig leicht, weil ebenso, wie vorher schon kleine Beträge genügten, die Kurse herabzudrücken, später kaum grössere Kaufaufträge nötig waren, um das Kursniveau zu steigern.“[2]) Bis August

[1]) Calwer 1906 a. a. O. S. 280.
[2]) Calwer 1907 a. a. O. S. 252.

erfuhr der Effektenmarkt beständig langsame Kursrückgänge. Die in den ersten Septemberwochen bei relativ billigem Gelde, stark optimistischer Beurteilung des Geldmarktes und tendenziös gefärbten Industrie-Berichten einsetzende lebhaftere Kauftätigkeit des Publikums musste infolge der mit aller Schärfe in Newyork und Amsterdam einsetzenden Krisis aufhören. Der bis ins Jahr 1908 hinein anhaltende internationale Kampf ums Gold in Verbindung mit der überall herrschenden Kapital- und Geldknappheit steigerte die Zinssätze allgemein so bedeutend, dass es nur darauf ankommen konnte, einen zu tiefen Fall der Kurse zu verhüten. Die Effektenumsätze des ganzen Jahres 1907 waren infolge des lähmenden Einflusses der hohen Zinssätze noch bedeutend niedriger wie im Jahre zuvor.

---

# Lebenslauf.

Am 31. Oktober 1884 wurde ich, Carl Gorgs, als Sohn des damaligen Kaufmanns und jetzigen Sparkassenrendanten Joseph Gorgs zu Guttstadt (Ostpr.) geboren. Ich bekenne mich zur katholischen Konfession.

Nach Absolvierung des humanistischen Gymnasiums zu Braunsberg (Ostpr.) erlernte ich in Elbing (Westpr.) von 1904 bis 1906 das Bankgeschäft. Im folgenden Jahre war ich in der Effektenabteilung einer Berliner Grossbank beschäftigt. Meine Anwesenheit in Berlin benutzte ich, um während des Sommersemesters 1907 an der Universität und Handelshochschule fachwissenschaftliche Vorlesungen zu hören. Im Jahre 1907/8 vervollständigte ich meine praktische Ausbildung im Bankwesen in der Zentrale einer Provinzbank zu Geestemünde (Hannover). Hierauf bezog ich im Wintersemester 1908/9 endgültig die Berliner Universität, wo ich ohne Unterbrechung 7 Semester hauptsächlich Nationalökonomie, Geschichte und Philosophie studierte. Gleichzeitig hörte ich an der Handelshochschule Vorlesungen über Bürgerliches Recht und Handelsrecht.

Meine Dissertation begann ich im Januar 1911, nachdem ich mich bereits vorher mehrfach mit Fragen des Geld-, Bank- und Börsenwesens befasst hatte. Die Anregung hierzu empfing ich besonders von Herrn Professor Dr. Eberstadt, welchem ich ebenso wie den Herren Dr. Boese und Privatdozent Dr. Somary für ihre freundliche Unterstützung und Ratschläge zu grossem Danke verpflichtet bin.

---